

TARTU ÜLIKOOL

Majandusteaduskond

Rahvamajanduse instituut

Andres Taim

**MAJANDUSKRIISIDE PÕHJUSTE KIRJELDAV –  
VÕRDLEV ANALÜÜS VIIE MAJANDUSKRIISI NÄITEL**

Bakalaureusetöö

Juhendaja: Andres Kuusk

Tartu 2012

## SISUKORD

|  |    |
|--|----|
| SISSEJUHATUS .....   | 3  |
| 1. MAJANDUSKRIISID NING NENDE PÕHJUSED.....                            | 5  |
| 1.1. Majanduskriiside mõisted ja teooriad .....                        | 5  |
| 1.1.1. Majanduskriisidega seotud mõisted .....                         | 5  |
| 1.1.2. Erinevad teooriad kriiside põhjustest .....                     | 10 |
| 1.1.3. Majandustsüklid .....   | 12 |
| 1.2. Majanduskriiside teket soodustavad tegurid .....                  | 15 |
| 1.2.1. Potentsiaalsed probleemide allikad finantsturgudel .....        | 16 |
| 1.2.2. Tulevistehingute roll majanduskriisis .....                     | 17 |
| 1.2.3. Finantssüvenemine .....   | 20 |
| 1.2.4. Finantsinstitutsioonide omavaheline usaldus .....               | 22 |
| 1.2.5. Üldised probleemid majanduskriisiga toimetulekuks .....         | 24 |
| 2. MAJANDUSKRIISIDE VÕRDLUS JA ANALÜÜS .....                           | 27 |
| 2.1. Uuritavate majanduskriiside kulg ja statistika .....              | 27 |
| 2.1.1. Hollandi tulbisibulamaania 1593 – 1637 .....                    | 28 |
| 2.1.2. Ameerika Ühendriikide 1929 suur depressioon .....               | 31 |
| 2.1.3. Mehhiko 1994 aasta peso kriis .....                             | 36 |
| 2.1.4. Tai 1997. aasta kriis .....                                     | 41 |
| 2.1.5. Ameerika Ühendriikidest 2007. aastal alanud majanduskriis ..... | 47 |
| 2.2. Vaadeldavate kriiside analüüs .....                               | 52 |
| 2.2.1. Kapitali liikumine .....  | 54 |
| 2.2.2. Vahetuskurss ja laenuintress .....                              | 55 |
| 2.2.3. Poliitiline stabiilsus ja finantsinstitutsioonid .....          | 56 |
| 2.2.4. Peamised kriiside põhjused ja riikide tegutsemine kriisis ..... | 58 |
| KOKKUVÕTE.....   | 59 |
| KASUTATUD KIRJANDUS .....  | 63 |
| LISAD .....  | 68 |
| SUMMARY .....  | 71 |

## SISSEJUHATUS

Enne tööstusrevolutsiooni 18. sajandi lõpus dikteerisid inimkonnale majandusliku heaolu tsüklilisust paljuski ilmastik ja looduskatastroofid. Alates tööstusrevolutsioonist on majandusliku tsüklilisuse põhjused üha enam inimese ja tema loodud ühiskonna kätetöö. Tsüklilisus majanduses on üldiselt tuntud ja aktsepteeritud nähtus. Inimeste erilist tähelepanu pälvivad aeg ajalt tekkivad anomaaliad tsüklites. Üks neist oleks tsükli langusfaasi ebaproportsionaalselt suur sügavus ja pikkus, mida nimetatakse ka majanduskriisiks.

2007 aastal Ameerika Ühendriikidest alguse saanud majanduskriis on majandusteadlasi pannud taas pead murdma tänapäeva globaliseeruvast maailmas toimuvate majanduslike ilmingute üle. Just globaliseerumine läbi kiire infotehnoloogia arengu on loonud täiesti uue riigipiirideta tasandi finantsturgudel. Paljude prominentsete majandustegelaste sh. George Sorose (1999: 39) arvates on just vähene reguleeritus uue tasandi finantsturgudel peamine põhjus miks käimasolev majanduskriis on üldse võimalikuks osutunud.

Majanduskriisi teema on aktuaalne, kuna käesolev kriis puudutab suuremal või vähemal määral kogu Maa elanikkonda. Teadlased erinevatelt elualadelt teevad ponnistusi, et identifitseerida tegureid, mis on olulised majanduskriiside tekkel, et tulevikus ennetada kriise vastavate majanduslike ja poliitiliste meetmetega.

Käesoleva bakalaureusetöö eesmärk on identifitseerida majanduskriiside tekke peamised põhjused. Eesmärgini jõudmiseks püstitatud uurimisülesanded oleks:

- selgitada majanduskriisi olemust
- selgitada peamiseid majanduskriise käsitlevaid teooriaid
- tuua välja ja liigitada peamised teooriast tulenevad majanduskriise põhjustavad tegurid

- selgitada majanduskriise põhjustavate tegurite olemust
- kirjeldada valitud majanduskriise ja leida olulisemad põhjused nende kriiside tekkel
- analüüsida viie uuritud kriisi põhjuseid ja võrrelda neid teoriast leitud peamiste põhjustega

Selleks, et mõista majandustsüklite ja kriiside olemust, vaadeldakse töö esimese peatüki esimeses pooles majanduskriisidega seonduvat terminoloogiat ja seejärel majandusteadlaste poolt loodud teooriaid kriiside põhjuste ja iseloomu kohta, tuues välja nende peamised tunnused. Esimese peatüki teises pooles selgitatakse majanduskriise põhjustavate tegurite olemust. Töö teise peatüki esimeses pooles uuritakse viit majanduskriisi ja leitakse põhjused nende kriiside tekkel. Teise osa teises pooles tehakse võrdlev analüüs kirjeldatud majanduskriise põhjustavate tegurite kohta.

# **1. MAJANDUSKRIISID NING NENDE PÕHJUSED**

## **1.1. Majanduskriiside mõisted ja teooriad**

Käesolevas peatükis kirjeldatakse majanduskriisidega seonduvaid peamisi mõisteid ja erinevate majanduskoolkondade majandusteooriaid. Autor pidas vajalikuks ka välja tuua eraldi tsüklite teooria, kuna majandusteadlased on just majanduse tsüklilisusele erilist tähelepanu pööranud.

### **1.1.1. Majanduskriisidega seotud mõisted**

Pikema ja sügavama majandusliku languse ehk siis kriisi kirjeldamiseks on mitmeid termineid. Laiemas plaanis vaadatuna on tegemist majandusliku tsükli langusfaasiga. Majandustsükli langusfaasis eratarbimine väheneb. Ettevõtete kaubavarud suurenevad millest tulenevalt väheneb tootmine ja investeeringud. (Haralambie 2011: 80) Suureneb tööpuudus. Ettevõtte kasum ja seetõttu ka dividendiootused vähenevad, mis omakorda viib aktsiaturu reeglina langusesse. Tsükli põhjas toimub “puhastus” kus kehvemad ettevõtted pankrotistuvad. Tõusufaasis toimuvad eelkirjeldatule vastupidised protsessid. Majanduslanguse üks peamisi iseloomustavaid näitajaid on sisemajanduse kogutoodangu (SKT) langus. Majanduslik depressioon on tavalisest pikem ja sügavam majanduslangus. (Eamets *et al* 2005: 288 - 289) Pikaajalist madalat kuid mitte ilmtingimata negatiivset majanduskasvu nimetatakse ka majanduslikuks stagnatsiooniks.

Haralambie (2011: 80) defineerib majanduskriisi kui „majandusliku aktiivsuse tähelepanuväärset langust mitme kuu jooksul, mis kajastub madalamas SKT-s, madalamas indiviidi sissetulekus, tööhõive languses, tööstustoodangu ja tarbimise languses“. Ühtlasi väidab Haralambie (2011: 80), et kui SKT on olnud negatiivne rohkem kui kaks kvartalit võib seda juba nimetada majanduslikuks depressiooniks. Stiglitz (2011: 68-69) defineerib majandussurutist läbi vähemalt kahe või enama kvartali jooksul toimuva negatiivse majanduskasvu. Samas kirjutab Stiglitz (2011: 68-69), et majandussurutis töötaja jaoks kestab kuni töötus on kõrge ja eriti veel kui töötuse tase kasvab. Ettevõtlike jaoks kestab majandussurutis Stiglitz (2011: 68-69) sõnul nii kaua kuni on tootmisvõimsuse ülejääk ehk majandus ei kasuta kogu oma potentsiaali ära.

Mõned majandusteadlased on veendunud, et majanduskriisid on siiski tingitud suures osas finantskriisidest. Üks hea näide selle kohta on kolmekümnendate Suur Depressioon (*Great Depression*), mis sai alguse paljudes maades pangapaanikatest ja aktsiaturu krahhidest. 2007 aastal alanud ja Ameerika Ühendriikidest alguse saanud kinnisvara laenude kriis on samuti halvanud erinevaid majandussektoreid paljudes riikides. Majanduslangusega seostatakse ka termineid finantskriis või panganduskriis. Kriisi esimesteks tunnusteks on sellistel puhkudel vastavalt finants- ja kinnisvaramullide lõhkemised või pangapaanikad.

Panganduskriisi iseloomustab eelkõige ettevõtetele ja pankadele tekkivad võlad, mille käigus pangad ja ettevõtted on raskustes võetud laenude tagasimaksmisega. Tulemuseks on halbade laenude kiire kasv, mis aeglustab raha liikumist. Panganduskriisiga kaasnevad nähtused on tavaliselt kinnisvara ja väärtpaberite hindade langus, millele on eelnenud järsk tõus. Lisaks tõusevad panganduskriisi ajal mitmekordseks laenuintressid ja aeglustuvad kapitali vood. Panganduskriisidega seonduv nähtus on pangapaanika. (Leaven 2008: 5)

Pangapaanika (ingl. *bank run*) on see kui suur hulk deponeerijaid võtab lühikese ajaperioodi vältel oma hoiused pangast välja. Kuna pank laenab rohkem raha välja reeglina pikemaks perioodiks kui ta ise deponeerijate raha hoiustab, siis ei ole võimalik kõikide deponeerijate nõudeid üheaegselt rahuldada. Pangapaanika tagajärjel võib pank minna pankrotti, mille tõttu kaotavad osad deponeerijad oma säästud juhul kui nad pole

oma deposiiti eelnevalt kindlustanud. Pangapaanikaga kaasneb ka pankade soovimatus laene väljastada (ingl. *credit crunch*), kuna püsib kartus, et pangal ei ole piisavalt vahendeid, et katta võimalikku pangapaanika puhangut. (Diamond 2007: 189-200) Ajaloos tuntumad pangapaanikad on Ameerika Ühendriikide panga Bank of United States (kommertspank) 1930. aasta pangapaanika ja Northern Rock pangapaanika Suurbritannias 2007 aasta 14 septembril.

Majandusteadlased nimetavad “mulliks” (ingl. *economic bubble*) finantsvarade (võlakirjad, aktsiad jne.) puhul situatsiooni, kui varade hind tõuseb kõrgemale kui nende varade oodatav tulu hetkevääringus. Kui finantsturul osalejad ostavad finantsvarasid pigem lootuses, et varade enda hind tulevikus tõuseb, kui seetõttu, et teenida kasumit finantsvara intressidelt, siis see loob tingimused “mulli” tekkeks. Kui tegemist on väärtpaberi “mulliga”, siis tõus jätkub nii kaua kui jätkub turulosalejad, kel on piisavalt optimismi tuleviku suhtes. Kui kaob optimism, siis langevad finantsvarade hinnad kiiresti, kuna paisatakse müüki suur hulk varasid ja ostjaid reeglina napib. Kuna reeglina on väga raske hinnata finantsvarade tegelikku väärtust, siis on ka võimatu hinnata kas varade hind vastab tema tegelikule väärtusele või mitte. (Brunnermeier 2008: 1–14; Garber 2000: 1–14) Niinimetatud „mullitama” võivad hakata ka muud varad nagu kinnisvara või ükskõik milline muu vara. Eelnimetatud vara tegeliku väärtuse hindamine on väga tinglik ka nende varade puhul, kuna ka nende varade väärtuse tase tuleneb otseselt turulolijate hulgast ja nende soovist seda omandada.

Maailmas tuntumad “lõhkenud mullid”.

- Hollandi tulbisibulate maania (1637. aastal teadaolev esimene omataoline, mille tõttu on muutunud ka finantsmullide metafooriks)
- Wall Street börsi kokkuvarisemine 1929. aastal (Wall Street Crash of 1929 / Great Crash) - peetakse kõige sügavamaks ja laiaulatuslikumaks börsikrahhiks vähemalt kuni hetkel käimasoleva krahhini
- Jaapani kinnisvara “mulli lõhkemine” aastatel 1986 – 1990, mille tagajärjed ulatusid kuni aastani 2003, mil Jaapani börsi aktsiad jõudsid kõigi aegade kõige madalamasse seisu

- “dot-com” “mulli lõhkemine” aastatel 2000-2001 (aastatel 1995–2001 toitis internetile baseeruvate ettevõtete edu usk mingisse uude ja enneolematusse, mis toob sisse suuri rikkusi, müügipaanika päästis valla USA Föderaalkohtu otsus nimetada Microsoft monopoolseks ettevõtteks)
- Hetkel käimasolev USA kinnisvaramulli lõhkemine, mille põhjustajateks peetakse Clintoni ja Bushi administratsiooni sundi pankadele vähendama kinnisvaralaenudele esitatavaid nõudeid, mille tagajärjel kasvas oluliselt halbade laenude hulk, mis viis lõpuks kinnisvara hinnad langusesse)

Rahvusvaluuta kriisiks (ingl. *currency crisis*) nimetatakse situatsiooni, kui fikseeritud valuutakursiga riik on sunnitud devalveerima spekulatiivsete rünnakute tõttu oma valuutat (Chiodo 2002: 1). Kui riik ei ole võimeline tagasi maksma omale võetud finantskohustusi, siis seda nimetatakse riiklikuks maksevõimetuseks (ingl. *sovereign default*). Kui riigi valuuta devalveerimine või riigi võlgade mittemaksmine on paljuski riigi enda vaba valik, siis tihtipeale on sellised meetmed eelnenud investorite meelsuse muutusele, mis tingib kapitali sissevoo katkemise ja olemasoleva kapitali väljajooksu riigist.

Rahvusvaluuta kriisi näiteks on 1992-1993 aastal toimunud kriis, mil üks hulk riike olid sunnitud eraldama oma valuuta Euroopa vahetuskursi mehhanismist (European Exchange Rate Mechanism) või devalveerima oma valuuta. Teine näide valuutakriisist leidis aset Aasia riikides aastatel 1997–98, mil Tai valuuta baht kollabeerus pärast Tai valitsuse otsust lasta valuuta vabaks seotusest USA dollariga. Paljud Ladina-Ameerika riigid tunnistasid kaheksakümnendatel võimetust tagasi maksta oma riigivõlga olles kohati laenu võtnud kuni 170 % oma aastasest rahvuslikust koguproduktist. 1998. aasta Vene Föderatsiooni finantskriis päädis rubla devalveerimisega ja Föderatsiooni võimetusega oma riiklikke võlakirju tagasi osta. (Chiodo 2002: 1-16)

Samas nii mõnedki majandusteadlased arvavad, et finantskriisid on tegelikkuses just majanduslanguse tagajärjed aga mitte vastupidi. Isegi kui algne tõuge tuleneb finantssektorist, siis kriisi jätkumisel on suur osa teistel majanduslikel faktoritel. Näiteks Milton Friedman väidab, et kolmekümnendate majanduse kokkuvarisemine ja pangapaanikad oleksid lõppenud olulisemalt kiiremini, kui USA keskpank oleks



astunud õigel ajal vajalikke samme toetades raskustesse sattunud pankasid likviidsete vahenditega. (Friedman 1992: 81-88)

Töö autori arvates on finantskriis ja majanduskriis üksteisega kaasaskäivad nähtused. Raha ilma sellega kaasas käiva majanduseta kaotab oma mõtte. Selle tõttu peab olema tasakaalus majandus oma tootmise, tarbimise, impordi ja ekspordiga ja finantssektor raha, selle hulga ja usaldusväärsusega.

Nagu käesolevast peatükist selgub on majanduskriisiga seonduvat terminoloogiat küllaldaselt, mis tuleneb eelkõige sellest, et kriise on uuritud palju ja erinevatest lähtekohtadest. On selge, et majanduskriis ja majanduslik depressioon või majandussurutis on majanduslangusega kaasaskäivad nähtused. On küll paika pandud, et negatiivset majanduskasvu kahe või rohkema kvartali jooksul võib nimetada majandussurutiseks, kuid samas on selge, et kui negatiivne majanduskasv muutub positiivseks, siis pole koheselt kõik majanduslangusega seonduvad probleemid lahendatud. Samas kui majandus aeglustub aga pole veel negatiivne, siis seda küll ei nimetata majanduskriisiks majandusteaduse mõistes, kuid samas on see esimene näitaja võimaliku majanduskriisi algusest ja tuleneb eelkõige vaadeldava regiooni probleemidest majanduses.

Kriisi definitsioon sõltub ka kindlasti millise tasandi majandust vaadeldakse. Võib vaadata regiooni tasandit nt. Euroopa Liit, riigi tasandit, tööstussektori tasandit või ka indiviidi tasandit. Kui mingi regiooni majanduse kogutoodang on kasvavas trendis, siis üksikud regiooni riigid võivad olla languses. Kui mingi riigi majanduse kogutoodang on kasvutrendis, siis võib olla mõnes majandussektoris samal ajal pikk langus ja ilmselt on sarnane võrdlus võimalik ka riigi ja indiviidi tasandil. Eelnevast lähtuvalt leiab igal tasandil languses olev riik, sektori ettevõtte või indiviid, et ta on kriisis. Kuna majanduskriis on defineeritud eelkõige läbi majanduslanguse, siis käesoleva töö autor pöörab oma tähelepanu käesoleva töö teoreetilises osas lisaks majanduskriiside uurimisele ka majanduslangusele.

### 1.1.2. Erinevad teooriad kriiside põhjustest

Üks esimesi tuntud teooriaid kapitalistliku tootmise kriisi põhjustest on loodud Karl Marxi poolt. Karl Marxi (1962: 197-246) kasuminormi langemise tendentsi seaduse kohaselt kapitalistlikus tootmises akumuleerub kasumist tulenev kapital ettevõttesse. Selle tulemusena reaalne tootmiskasum langeb ja langeb ka järjest reinvesteeritav kasum. Viimases faasis vajab selline tootmine lisavahendeid või sureb konkurentsitingimustes välja. Tulu ja kapitali ebaühtlast jaotust peab Karl Marx üheks kapitalistliku majanduse kriiside põhjusteks. Rikkuse jaotus rahvastikus on täiesti mõõdetav suurus, kuid läheb käesoleva uurimuse raamidest välja. Selleks tuleks valimisse võtta nii riigid, millel esineb rohkem majanduskriise kui ka riigid millel esineb neid vähem ja uurida kriiside tekkimise tõenäosuse seost mõne ebavõrdsust iseloomustava näitavuga nagu Theili indeksi või Gini koefitsiendiga.

Sama teooria raames pakub Karl Marx kriiside tekkimise põhjuseks pidevast tootmise suurenemisest tulenevat ületootmist, mis omakorda vähendab lõpptootte hinda ja sellest tulenevalt ka kasumit. Lisaks ei leidu kapitali ebaühtlase jaotuse tõttu piisavalt toodete tarbijaid.

Kolmanda majanduskriiside põhjusena toob Karl Marx välja palgatõusu, mis tuleneb kapitali akumulatsioonist ja tootmise paisumisest. Nimelt pidevast tootmise mahu suurenemisest tulenevad täistööhõive lähedased tingimused tingivad palkade tõusu ja vähendavad sellega kasumit. Kasumi languse tõttu reinvesteerimise võimalused vähenevad ja tootmine langeb.

Nii Karl Marxi poolt pakutud ületootmine kui ka täistööhõive on töö autori hinnangul kriisidele eelnevate perioodide tunnused ja üldiselt väljendub see majanduskasvu kiires tõus. Samas jääb küsitavaks kas nende tunnuste puhul on tegemist majanduskriiside tegeliku põhjustajaga või majandusbuumiga kaasaskäiva nähtusega.

John Maynard Keynesi järgi (1997: 315) "ei ole peamine majanduskriiside põhjus mitte finantsvahendite intressi tõus vaid investeeringute efektiivsuse kiire langus". Buumi hilisemas staadiumis optimistlikud ootused investeeringute kõrge tasuvuse kohta tõstavad märkimisväärselt investeeringute mahtu ja suurendavad tootmiskulusid, mis

omakorda tõstab laenuintressi. Kui investorid näevad, et nende investeeringud ei teeni oodatud tulu, langeb ülioptimistlik investeeringutega üleküllastatud turg kiiresti. Tekkinud ebakindluse tõttu tõuseb turuosaliste soov omada suuremat kogust likviidseid varasid tõstes sellega raha hinda veelgi. Kui võiks arvata, et vahetult peale kriisi algust intressimäära langetamine aitab investeeringute taseme taastada, siis reaalsus seda siiski ei juhtu enne kui taastub turulosalejate usaldus. Usalduse puudumine turul on Keynesi sõnul tugevama mõjuga, kui klassikalised turu monetaarsed mõjutamise vahendid. (Keynes 1997: 315-317)

Kuna turg jääb äraootavale seisukohale, siis Keynes arvab, et investeeringuid ei saa ootama jääda erasektorist. Keynesi hinnangul tuleks buumi perioodil ärgitada tarbimist ja ümber jaotada tulusid. Ühtlasi leiab Keynes, et intressimäära tuleks hoopis buumi ajal alandada. Nõnda käitudes võiks buumiaegne majanduskasv toimuda pikaajaliselt, mis tagaks täistööhõive ja viiks lõpuks täisinvesteeringuni (*state of full investment*). Keynesi hinnangul on buumi jahutamiseks intressimäära tõstmine võrreldav haige ravimisega tappes patsiendi. (Keynes 1997: 320-324)

Ülalkirjutatu kokkuvõtteks peab John Maynard Keynes kriisi alguse peamiseks põhjusteks investeeringute tootluse langust ja laenuintressi määra tõstmist. Vastupidiselt Karl Marxi arvamusele, et üks kriisi tekitavaid tegureid on täistööhõive, leiab Keynes, et buumi ajal tuleks majanduskasvu taset jätkuvalt kõrgel hoida madala intressimääraga, et täistööhõivet säilitada ja samal ajal tegeleda tulude ümberjaotamisega. Ühtlasi leiab Keynes, et kriisi perioodil ei saa ootama jääda turulosalejate omavahelise usalduse taastumist. Peab sekkuma riik investeeringutega, et majandust elavdada ja turulolijate usaldust taastada.

Samas George Sorose (1999: 82-83) hinnangul on klassikalise majandussuuna teoreetikud eksiteel arvates, et turg loob majanduses tasakaalu ja ajutisi häireid võib eirata. Tema seisukoht on, et turg on pidevas liikumises ja tasakaal on pigem erand kui reegel. Tsitaat: "Võimalus, et tasakaalu ei saavutatagi, ei pruugi küll loogilist konstruktsiooni kehtetuks muuta, aga kui hüpoteetiline tasakaal pakutakse reaalsuse mudelina, siis on tegemist tõsise moonutusega."

Robert Barbera (2009: 207-208) hinnangul tuleks olemasolevad majandusteooriad üle vaadata ja võtta “makroökonoomilise mõtlemise nurgakiviks fakt, et rahapoliitika ülekandemehhanism toimub läbi finantsturgude”. Kehtiv majandusteooria peaks sisaldama seotust keskpanga, varaturgude ja majapidamiste vahel. Ühtlasi peab uue kontseptsiooni loomisel silmas pidama sotsiaaldünaamikat, mis juhib riskikäitumist ebastabiilses keskkonnas.

### 1.1.3. Majandustsüklid

Majanduslikke langusi on uuritud ka läbi tsüklite. On ju langus terve tsükli üks osa. Vastavalt alapeatüki 1.1.1. lõpus arutelule ei ole majanduslangus veel tingimata majanduskriis, kuid samas on majanduslangus üks peamisi majanduskriisi näitajaid. Majanduskriisi ei sisene ja sellest ei välju kõik regiooniga seotud majandusüksused üheaegselt, mille tõttu on alapeatükis 1.1.1. kirjeldatud majanduskriisi definitsioon käesoleva töö autori arvates liiga jäik ja seetõttu peaks käesolevas töös pöörama tähelepanu ka majanduslangusele. Käesolevas peatükis vaadeldakse majandustsükleid. Mõistes tsüklite põhjusi ja nende iseloomu, oleks võimalik ehk pehmemdada nende negatiivset mõju või isegi vältida langusfaase.

Majanduse tsüklilisuse peamiseks põhjuseks peetakse tänapäeval juhuslikke majandusšokke, mis omakorda jaotatakse nõudlus- ja pakkumisšokkideks. Tänapäeva avatud majandusruumis on omavahel majanduslikes sidemetes olevate riikide majandustsüklid korreleeruvad. Tõenäoliselt on riikide omavaheline mõju mitmepoolne. (Eamets *et al* 2005: 290)

Üks esimesi majandustsüklite uurijaid ja teoreetikuid oli prantsuse päritolu füüsik Clement Juglar aastal 1860, mille tõttu tema kirjeldatud tsükli nimetati ka “Juglari kaheksa aasta tsüklikuks”. Juglar identifitseeris majanduslangused aastatel 1825, 1836, 1847, 1857, 1866, 1873, 1882, 1890, 1900, 1907, 1913, 1920 ja 1929. Nendest andmetest lähtuvalt pakkus Juglar ühe majandustsükli pikkuseks 10 aastat. Teised teadlased, kes tema tööd uurisid pakkusid tsükli pikkuseks siiski 8 aastat, millest ka tsükli nimetus. (Statistical studies .. 1991; **Besomi** 2005: 18-32 lk)

Clement Juglari ja teiste majandustsüklite teooriate uurija Daniele Besomi (2005, 18 lk) hinnangul “iga perioodi kriisil on oma kindlad tundemärgid, kuid kõik nad sarnanevad selle poolest, et järgnevad alati majandusliku õitsengu perioodile.

Clement Juglari arvates on tsükli majandusliku õitsengu periood majanduse normaalne seisund (Besomi 2005: 34). Kriisiperiood on ebameeldiv aga siiski vältimatu ja vajalik, et puhastada ülejäägid, mis olid õitsengu perioodil loodud.

Schumpeteri (Besomi, 2005: lk 48) arvates on Clement Juglari suurim panus majandustsüklite uurimises tõdemus, et majanduslike languste põhjus ei peitu mitte välistes mõjutustes vaid tuleneb just tsükli õitsengu perioodist endast.

Vene teadlane Nikolai D. Kondratieff näitas, et 150 aasta jooksul aastatel 1790 - 1940 on olnud 3 pikka languse ja 3 pikka tõusuperioodi, millest ta järeldas, et ühe tsükli pikkus on ligi 50 aastat. (Korotajev 2010: 3-28) (Statistical studies: 1991) . Korotajev (2010: 28) leiab, et Konratieffi tsükli pikkus on ligikaudu 52-53 aastat mõõdetuna ajavahemikus aastatel 1870 – 2007.

The New Encyclopedia Britannica (1991: 940 – 945) toob välja järgmised majandustsüklid:

- Tsüklid mis on tihedalt seotud mingi majandussektori kiire arenguga nagu näiteks 19. sajandi Saksamaal raudtee, metallurgia, tekstiilitööstuse ning ehitussektori areng.
- Tsüklid mis tulenevad investeringute ja tarbimise omavahelisest suhtest. Mingi investeringu tegemisel kulutavad ettevõtted selle investeringu teenindamisel rohkem raha kui on investeringust tulenev tulu. Samas nõudlus mingi toote järele paneb ettevõtjad investeerima selle tootega tegelevasse sektorisse.
- Tsüklid mis tulenevad välistest šokkidest nagu ilmastik, leiutised, poliitilised muutused, epideemiad, üleujutused, maavärinad, ülestõusud, streigid, revolutsioonid, sõjad, massipsühhoos, tehnoloogilised muutused, demograafilised muutused, raha pakkumine, naturaalne intress, ebaühtlane tulu jaotus.

- Tsüklid mis tulenevad majandusotsuste ja otsustest tulenevate majandustulemuste ajalisest nihkest. Näiteks on ajaline nihe taluniku mõttel kasvatada sigu ja sealiha ilmumisel poelettidele.

**Tabel 1.** Keinsistliku depressiooni mudel. Sunniviisiline töötus.

| Keinesi majandusliku depressiooni mudel |              |              |              |                                  |
|---|--------------|--------------|--------------|----------------------------------|
| ETAPP                                   | TÖÖ          | KAUBAD       | RAHA         | ARVUTUSED                        |
| esimene                                 | 0            | 0            | 0            | kõik võrdne                      |
| teine                                   | 0            | ülepakkumine | alapakkumine | hind x ülepakkumine=alapakkumine |
| kolmas                                  | ülepakkumine | 0            | alapakkumine | palk x ülepakkumine=alapakkumine |
| neljas                                  | ülepakkumine | alapakkumine | 0            | palk x ülepakkumine=alapakkumine |

Allikas: The New Encyclopedia Britannica, 1991. lk. 943 - 947

Tabelis 1 on toodud keinsistliku depressiooni mudeli etapid. Esimeses etapis pole ei üle ega alapakkumist. Teises etapis toimub nõudluse üleminek kaupadelt rahale, mis tekitab raha alapakkumise või teise versioonina toimub raha pakkumise vähendamine. Raha pakkumise vähendamine alandab omakorda nõudlust kaupadele tekitades seeläbi kaupade ülepakkumise. Kaupade ülepakkumise korral on vaja vähendada töökulusid, et vähendada kaupade hinda ja seeläbi tasakaalustada kaupade nõudlust. Kuna töö hind ehk siis palk on reeglina jäik, siis koondatakse mingi hulk inimesi, mis tekitab kolmandas etapis tööpuuduse. Kolmandas etapis töö ülepakkumine korda palk on võrdne raha alapakkumisega. Keynesi teooria väidab, et kui kolmandas etapis raha hulka ei suurendata, siis jääb töötus samale tasemele aegade lõpuni. Majandusteadlased enne Keynesit väitsid, et palgad on liiga kõrged võrreldes olemasoleva raha hulgaga. Aja jookusul langetab tööpuudus ka ilma raha hulga suurenemiseta töøjõu hinda ja seeläbi langeb ka kaupade hind, mis oleks iseenesest hea lahendus kui see oleks juhtunud viivitusega peale rahapakkumise langust ja enne tööpuuduse tekkimist. Palkade jäikuse tõttu aga seda ei juhtu. Tabeli viimane rida näitab seis, mida Keynes nimetab “sunniviisiliseks töötuseks”, mis selgitab “efektiivse pakkumise” läbikukkumise seisukohalt. Neljandas etapis ei ole raha ala- ega ülepakkumist, mille tõttu palgad ei tõuse ega lange vähemalt lühiajaliselt. Selle teooria kohaselt on raha hulk liiga väike, et

saavutada täistööhõivet. Tööjõu ülepakkumine ja samas väärtuses kaupade alapakkumine kujutab endast tasakaalust väljas olevat süsteemi. Miks selline süsteem ikkagi püsib? Miks palgad ja kaupade pakkumine ei tõuse, mis vähendaks omakorda tööpuudust? Peamine põhjus oleks, et töötutel ei ole raha ega krediitvõimalust, et kaupade nõudlust ja seeläbi nõudlust tööjõu järele suurendada. Ettevõtetel puudub soov isegi madalama palgaga võtta tööle uusi töötajaid, kuna mitte miski ei näita, et kaupade tootmise kasv oleks realiseeritav kasumliku hinnaga. Keynes nimetas selle “sunniviisiliseks töötuseks”. Situatsioonis kus töötajad otsivad tööd ja ettevõtted soovivad müüa rohkem kaupa ei saa süüdistada otseselt kedagi. Turg ei toimi info puuduse tõttu. (Keynes 1997: 26-153; Statistical studies ..1991: 944 - 947)

Majanduse tsüklilisus ehk siis majandusnäitajate tõusu ja languse vaheldumine on kergesti identifitseeritav. Raske on aga luua erinevate majandusnäitajate tsüklite omavahelisi seoseid, kuna majandust mõjutavaid tegureid on väga suur hulk. Lisaks tegurite suurele hulgale muutub nende tegurite mõju ajas. Kui lähtuda seisukohast, et igal majandusnäitajal on oma tsükel, siis võiks eeldada, et mingi kriitilise hulga tsüklite langusfaaside kokkulangemine võiks põhjustada majanduskriise. Samas on selge, et käesolevas alapeatükis väljatoodud tsüklite põhjused võivad olla ka omavahel tugevas korrelatsioonis. Näiteks oli teise maailmasõja eelsel perioodil Saksamaal omavahel seotud vähenenud nõudlus, ebavõrdne tulu jaotus, poliitilised muutused, massipsühhoos, suurenenud raha pakkumine ja sõda.

## **1.2. Majanduskriiside teket soodustavad tegurid**

Käesolevas alapunktis tuuakse välja tegurid majanduses mille muutused võivad soodustada majanduskriiside teket. Siinkohal saab liigitada tegurid autori hinnangul kaheks:

- mõõdetavad näitajad nagu laenuintress, valuutakurss, sisemajanduse koguprodukt

- kirjeldatavad kuid mitte nii kergesti mõõdetavad näitajad nagu poliitiline stabiilsus, finantsinstitutsioonide reguleeritus ja kontroll, turgude omavaheline usaldus,

### **1.2.1. Potentsiaalsed probleemide allikad finantsturgudel**

On selgeks saanud, et edukas investering nõuab investeerijalt eelkõige infot selle kohta mida teised investorid kavatsevad teha. Finantsturge iseloomustava terminina pakub George Soros välja refleksiivsuse, mis seisneb tulevikutehingute ja tegelike tulevikusündmuste omavahelises sõltuvuses. Tulevikutehingud muudavad finantsturgu ja seega mõjutavad turu liikumise suunda ja muudavad turu olematu regulatsiooni läbi ebastabiilseks ja ettearvamatuks. (Soros 1999: 28-33) Samuti võrdleb John Maynard Keynes finantsturge iludusvõistlusega (Keynes 1997: 156) , kus iga osaleja püüab ära arvata millist võistlejat teised kõige kõrgemalt hindavad. Majandusteadlaste hulgas pole üksmeelt selles osas, kas investorite meelsus mõjutab tegelikult turgu või mitte. Nimelt kui investoril on tunne, et USA dollar hakkab tulevikus tõusma ja ka teistel investoritel on sama tunne, siis suure hulga osaliste olemasolul ja USA dollari ostmisel tema väärtus turul tõusebki. Samuti kui deponeerijatel tekib kahtlus, et pank hakkab pankrotistuma ja võtab oma hoiused pangast välja ning mingi kriitiline hulk hoiustajaid omab samasugust meelsust, siis nende tegutsemise tagajärjel reeglina pank ka pankrotistub. Siinkohal on suur roll tänapäeva infoühiskonnas ajakirjandusel, mis paljuski dikteerib oma lugejaskonna meelsust ja seetõttu peaks omama suuremat vastutust oma kirjutiste eest.

Finantsvõimendust ehk siis vahendite laenamist finantsinvesteeringute tegemiseks peetakse sageli ka finantskriiside võimendajaks. Kui investor investeerib oma isiklikku raha, siis on tal risk kaotada halvimal juhul ainult enda vahendid. Juhul kui investor aga laenab, et teha finantsinvesteeringuid, võivad kasumid olla olulisemalt suuremad, kuid on võimalus kaotada ka oluliselt rohkem kui lihtsalt enda isiklikud vahendid. Seetõttu on ebaõnnestumise korral pankroti oht suurem kui ilma finantsvõimendusega tegutsemise puhul. (Singh 2008) Kuna pankrotistumine tähendab võimetust täita endale võetud kohustusi, siis võib võimetus levida lumepallina ühtedelt firmadelt teistele. Keskmise finantsvõimenduse tase tõuseb tavaliselt enne finantskriisi. Näiteks



laenamine Wall Streeti aktsiaturgudel investeerimise tarvis oli väga levinud vahetult enne aktsiaturu kollapsit aastal 1929.

Eelkõige panganduskriisidele kaasaaitav nähtus on varade ja kohustuste ajavälte nihe (ingl: *asset-liability mismatch*). Varade ja kohustuste nihe on situatsioon kus finantsinstitutsiooni varade ja võlgade hoiustamistähtajad ei ole ühepikkused. Väga lihtne näide on tänapäeva kommertspangad, mis on nõus deponeerima klientide raha olles valmis igal ajal selle raha kliendile tagasi andma ja samas annab pank pikaajalisi laene ettevõtetele ja eraisikutele. Ajalist nihet panga lühiajaliste kohustuste ( klientide deposiidid ) ja pikaajaste varade (väljastatud laenud) vahel peetakse üheks põhjuseks miks pangapaanikad aset leiavad. Kui mingi kriitiline hulk deponeerijaid otsustavad välja võtta oma hoiused, siis pangal ei ole võimalik pikaajalisi laene nii kiiresti tagasi kutsuda. (Diamond 2000: 14-23). Ülalkirjeldatud situatsioon leidis aset investeerimispangas The Bear Stearns Companies, Inc aastal 2008, kuna pank ei olnud võimeline uuendama lühiajalisi deposiite pikaajaliste investeeringute ja kinnisvaralaenude tarvis.

### **1.2.2. Tuletistehingute roll majanduskriisis**

Tuletistehingud ehk derivatiivinstrumendid on finantsinstrumendid mille puhul kaks osapoolt lepivad kokku mingi vara tuleviku väärtuse. Varaks võib olla valuuta, aktsiad, metallid või ka laenud. Kõige tüüpilisemad derivatiivinstrumendid on optsioonid, futuurid ja swap tehingud. Derivatiivinstrumendid ei oma ise väärtust kui sellist. Sellegipoolest kaubeldakse derivatiividega finantsturul enne kui nende tähtaeg saabub. (Derivatives (finance), 2010)

1606 aastal kui väljastati Ida India kompanii aktsiad üritas Isaac Le Maire nendega spekuloida tehes lühikese müügi ja levitades kuulujutte, et ettevõtte on raskustes. Sellistele tuletistehingute katsetele tehti lõpp aastal 1610, mil keelustati manipulatiivsed tegevused ehk siis tehingud aktsiatega, mida tehingu tegija tegelikult ei oma. Hollandi valitsus pidas tuletistehinguid ebamoraalseks hasartmänguks ja lisaks keelustamisele

1610. aastal pikendas keeldu veel aastatel 1621, 1630 ja ka tulbimaania ajal aastal 1636 (Garber 2000, lk 34).

George Soros väldib tuletistehingute kasutamist „kuna „ta ei saa päris täpselt aru kuidas need toimivad“. Investeerimispankur Felix G. Rohatyn, kes päästis seitsmekümneandal New Yorgi finantskatastroofist kirjeldab tuletistehingute instrumente kui potentsiaalseid „vesinikpomme“. Lisaks investeerimispankur Warren E. Buffet leidis ettenägelikult, et tuletisinstrumentid on finantsmaailmas massihävitusrõlvad, mis hea ajal on varjul kuid halva ajal tekitavad korvamatuid kahjustusi finantsturul. (Goodman. S. P, 2008)

Vaatamata pidevatele hoiatustele majandusteadlaste poolt selle kohta, et tuletistehingud, mis näiliselt kaitsevad investoreid võimalike kaotuste eest, on alareguleeritud ja kontrollimatud, leidis tollane Ameerika Ühendriikide Föderaalreservi juht Alan Greenspan, et tuletisinstrumentid on piisava regulatsiooniga ja kaitsevad seetõttu täiel määral investorite huve. (Goodman. S. P, 2008) Seevastu 1998 aasta Bank for International Settlements raport väidab, et uued finantsvõimalused on tihtipeale liiga odavad ja seetõttu kasutatakse neid ülemäära. (Kindleberger, 1996, lk 6)

Klassikaliste tuletisinstrumentide (*futuudid, optsioonid, swapid*) turud on väga ulatuslikud ja seal kehtivad võimenduspiirangud üliväikesed, mis tähendab, et nende tagatise väärtus ületab mitmekordselt tehingutes kasutatava kapitali väärtuse. Näiteks Venemaa majanduslikul kollapsil 1998. aasta augustis jätsid Vene pangad oma kohustused täitmata, mille tõttu osad lääne fondid likvideeriti. IMF ei suutnud Venemaa finantskrahhi ära hoida. Järeldus – finantsturud ei ole isereguleeruvad. Nad kalduvad liialdustele. Suuremad kõrvalekalded lõppevad mingi struktuuri purunemisega. Soros leiab, et rahvusvaheliste finantsturgude pikemaks stabiliseerimiseks tuleks reorganiseerida IMF, Maailmapank ja rahvusvaheline pangandus koos *swap* ja *derivatiiv*tehingutega. (Soros, 1999: 18)

Tuletistehingute rolli 2007 aasta Ameerika Ühendriikide majanduskriisis peetakse suureks kui mitte kõige tähtsamaks. Kriisi eelneval laenuboomil oli populaarse instrumendina kasutusel krediidikindlustused ( ingl. *credit default swap* (CDS)).

CDS-id tulid Ameerika Ühendriikide finantsturule alates aastast 2000, mil Ameerika Ühendriikide kongressis võeti vastu “Commodity Futures Modernization Act” millega legaliseeriti laenudega mitteseotud krediidikindlustustega kauplemine. CDS-idega kindlustatakse erinevaid laenuinstrumente nagu riiklikud võlakirjad ja 2007 aasta majanduskriisi peaosas etendavad sub-prime mortgages ehk madala krediidireitinguga kinnisvaralaenud. Algselt võtsid CDS-e investorid, et oma investeringuid kaitsta, kuid üha enam kaubeldi finantsturgudel CDS-idega eraldi ilma tegeliku laenuta. Lisaks väljastatakse CDS-e spekulantidele, kes kindlustavad laene mida nad tegelikult ei oma lootuses, et laen läheb halvaks ja kindlustuse andja peab kindlustuse võtjale maksma. CDS-i hind tõuseb või langeb vastavalt sellele kui maksejõuline on laenu võtja. Will Huttoni sõnul on 2007 aastal CDS-i turu suurus 60 miljardit USD, mis on pisut rohkem kui kogu maailma SKT. CDS-e iseloomustab vähene reguleeritus, kuna nad on uued instrumendid turul. Lisaks ei müüda neid tavalisel aktsiaturul vaid nn käest kätte. Põhimõtteliselt on tegu legaliseeritud kihlvedude vahendamisega. Turul osalejad veavad kihla, et X võlg läheb hapuks ja kui see juhtubki, siis CDS-i väljastaja peab maksma CDS-i omajale. Finantsvõimendused CDS turul on ülisuured, kuna mõne väikse võlakirja peale võisid kihla vedada kõik turul osalejad ja kui see võlakiri läks halvaks, siis CDS-i väljastaja pidi kordades suuremaid summasid välja maksma kui seda oli algne võlakiri. Suure finantsvõimenduse tõttu peetaksegi CDS-e üheks 2007 aasta kriisi põhjustajaks, kuna halvad laenud kinnisvaraturul tekitasid kordades suurema kahju CDS-ide turul. (Morrissey 2008; Kroft 2008; Stiglitz 2011:168-173)

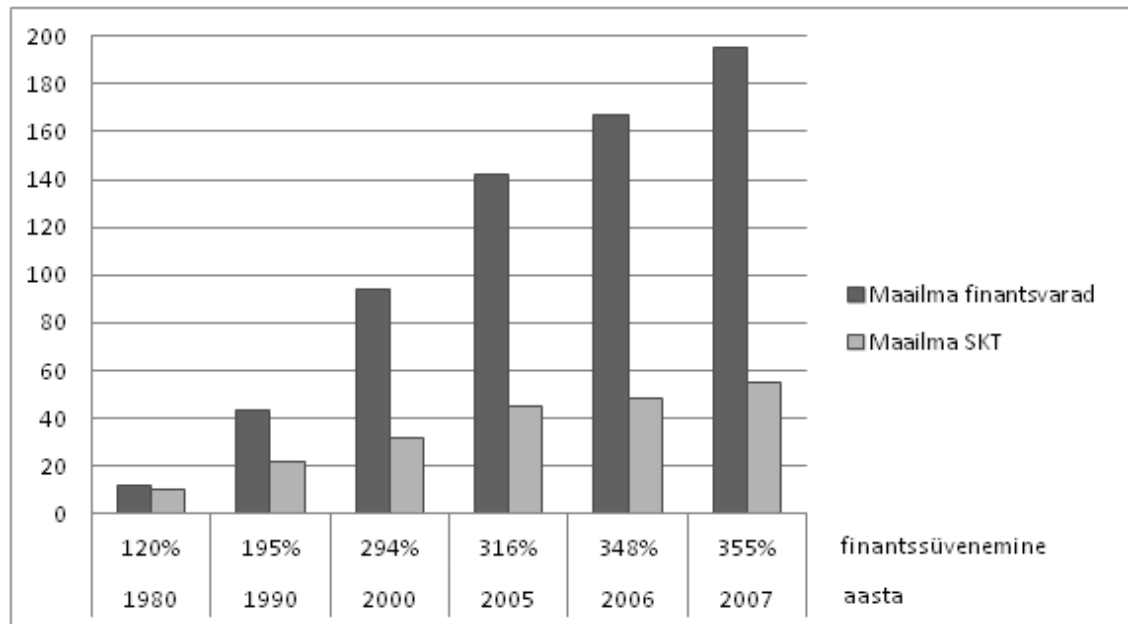
Ülalkirjeldatud krediidikindlustused pimestasid investoreid, kuna nad olid kindlad, et nende investeringud on kaitstud ja seetõttu julgeti suurtes kogustes finantse kinnisvaralaenudesse paigutada. Selline võltskindlus oligi tegelikult laenubuumi üks toitjaid. Probleem on selles, et ei kindlustaja ei osanud ette näha nii suurt halbade laenude hulka, mille tõttu kindlustuse kaitse kadus ja instrumendid ei töötanud. Finantsturgudel on väga tähtsal kohal usaldus. Kui kriisi aegadel on usaldus tavaliselt ülimalt madal, siis buumi aegadel on usaldus jällegi ülemäära kõrge, mis tekitabki ülisuuri kõikumisi finantsturgudel.

### 1.2.3. Finantssüvenemine

Viimastel kümnenditel on seoses infoühiskonna arenguga arenenud jõudsasti globaalne kapitali turg. Riiklik tasand ja riigi tasandil reguleerimine on endiselt tähtis maailma finantssüsteemile aga selle osatähtsus globaalse finantssüsteemi reguleerimisel hakkab siiski vähenema. Mida suuremaks globaalne kapitali turg kasvab seda hajutatumaks muutub riigi tasandi mõju sellele. Lisaks Ameerika Ühendriikide suurele finantsturule on esile kerkinud Euroopa, Hiina ja Lähis-Ida, mille mõju kasvab pidevalt. Aasia majandusest tulevad ärikasumid ja naftaekspordi dollarid on suurendanud oluliselt globaalse finantsturu mahtusid, mille tõttu on alanenud laenuintressi määrad ja mis on andnud tõuke uuteks kõrge laenuosalusega äritehinguteks. Kõik see on juhtunud, kuna globaalne finantssüsteem on läbi teinud suure muutuse. Maailma finantsvarade (väärtpaberid, era ja riiklikud võlad, pankades hoitav raha) väärtus on tõusnud 12 triljonilt dollarilt 1980. aastal 195 triljoni Ameerika Ühendriikide dollarini 2007. aastal. Finantsvarade hulk on tõusnud kiiremini kui seda on teinud maailma majandus. Sellist nähtust nimetatakse inglise keeles "*financial deepening*". Eesti keeles finantssüvenemine. 1980. aastal oli finantsvarade koguväärtus ligikaudselt võrdne maailma majanduse kogutoodanguga. 2007 aasta lõpuks oli maailma finantssüvenemine ehk siis maailma finantsvahendite ja maailma majanduse kogutoodangu erinevus 355% (vt joonis 1). Lisaks suurele lõhele on need finantsvarad nii keeruliselt üksteisega läbipõimunud, et seda on väga raske hoomata ja kontrollida. Tänapäeval Ameerika Ühendriikides 1/3 riigi võlakirjadest, 1/4 väärtpaberitest ja 1/5 erasektori võlakirjadest on müüdnud väljapoole seda riiki, kus need finantsvahendid on algselt pärit. Isegi erainvestorid, kes ostavad ainult Ameerika Ühendriikide võlakirju maksavad nende eest globaalsel finantsturul määratud hinda. (Farrell 2008)

Diana Farrell (2008) väidab, et rohkem finantssüvenenud globaalsel finantsturul mis on praegusel hetkel küll alareguleeritud, on siiski teatud positiivseid külgi nagu näiteks kerge laenajate ligipääs vabale kapitalile, riski jagamise võimaluste suurendamine ja majanduskasvu stimuleerimine. Loomulikult finantsturu ülekuumenemine võib põhjustada ka suuremaid kriise nagu 1997 aasta valuuta kriis Aasias, mis oli päästikuks piirkonna majanduslangusele ja samadele ilmingutele Argentiinas. Globaalse finantsturu ülekuumenemise tagajärg on ka Ameerika Ühendriikides 2007 aastal alguse

saanud tagatiseta kinnisvaralaenude kriis. Tulevastel globaalse finantsturu reguleerimispoliitika väljatöötajatele peaks panema südamele, et nende eesmärk oleks globaalse finantsturu eeliste säilitamine ja samas tagamaks, et investeringutega seonduvad riskid oleks paremini jagatud.



**Joonis 1.** Maailmamajanduse koguprodukt ja maailmamajanduse finantsvarad (mld USD). Allikas: McKinsey Global Institute

Paul Krugmani (2009, lk 20) arvamuse kohaselt oleks küllaldane preventiivne tegevus kriisi algfaasis lihtsalt trükkida raha juurde ehk siis paisata rohkem vahendeid süsteemi. Samuti arvab Milton Friedman (1992, lk 81-88) ja Ben Bernanke (2004), et kolmekümnendate kriis oleks olnud oluliselt väiksemate mõõtetega kui Ameerika Ühendriikide Föderaalreserv oleks kriisi algusaastatel rohkem raha ringlusesse pannud. Ka John Maynard Keynes leiab vastavalt peatükis 1.1.3 kirjeldatud majandustsükli teooriale, et majandustsükli viimases faasis tekib sunniviisiline töötus kuna raha hulk on liiga väike, et saavutada piisavalt kõrget tööhõivet. Töötutel ei ole raha ega krediitdivõimalusi, et kaupu osta ja selle läbi nõudlust tööjõu järele suurendada. Ettevõtetal puudub soov investeerida kuna ei näe sellel perspektiivi.

Nii Krugman, Friedman, Bernanke kui ka Keynes väidavad, et kriisiperioodil oleks kõige otstarbekam raha hulka ringluses suurendada. Keynes näeb erinevalt teistest

ülalmainitustest, et raha hulka tuleks suurendada läbi riikliku sekkumise lisainvesteeringute ja selle läbi tööhõive tõstmise näol. Hetkel on Maaailmas käibel kordades rohkem raha võrreldes sisemajanduse kogutoodanguga kui seda oli näiteks Suure Depressiooni ajal. Vaatamata enneolematult suurele raha hulgale tabas kriis arenenud majandusega riike 2007 aastal ja järellainetusena haaras enda alla kogu maailma. Sellest võib järeldada, et raha hulga olemasolu ei garanteeri majanduse taastumist. Usalduse puuduse tõttu finantsturgudel raha lihtsalt ei liigu süsteemis. Investorid on äraootaval positsioonil, mida nimetatakse ka turu külmumiseks.

#### **1.2.4. Finantsinstitutsioonide omavaheline usaldus**

Globaalsel, riikidevahelisel tasandil on usaldus finantsmaailmas väga tähtsal kohal. Siinkohal mängib investori hinnangul väga tähtsat rolli riigi ajalugu, riigikord, kultuuriline taust, üldine institutsioonide reguleeritus, poliitiline stabiilsus ja paljud muud tegurid. Usalduse ja selle puudumisega käib kaasas ka karjaefekt ehk kui teised investorid lahkuvad piirkonnast, siis nendega koos lahkub järjest suurem hulk investoreid. Siinkohal on tähtis roll ka maailma meedial ja infoühiskonnal üldiselt nii info levitajana. Tänu tänapäeva globaliseeruvale infoühiskonnale on investorite reageeringud majandusšokkidele väga kiired ja laialdased.

Võiks arvata, et kui mingis riigis tekkinud probleemide tõttu majandus langeb ja selle tõttu selle riigi aktsia ja kinnisvaraturg langeb ning intressimäärad tõusevad, siis investorid leiavad selle turu olevat täis võimalusi ja seetõttu atraktiivseks. Võib ju oletada, et riigi majandus tulevikus taastub – turud hakkab tõusma ja kõrgete intressidega laenu annavad riskijale kõrgema kasumi. Kahjuks ei pruugi see nii olla. Aktsia- ja kinnisvaraturu languse tõttu võivad ka konservatiivsed pangad ja muidu stabiilsed ettevõtted pankrotistuda. Selle tõttu on võimalik, et riigis kus toimub majanduskriis on kaotatud usaldus õigustatud – need riigid on haavatavad nn “isetaäituvate spekulatiivsete rünnakute” (ingl. “*self-fulfilling speculative attacks*”) poolt, mida tõestavad üheksakümnendate Ladina-Ameerika ja Aasia kriisid. (Krugman 2009: 109-110)

Just usalduse puudumine või selle eksisteerimine panevad investorid käituma nagu nad käituvad ja viivad erinevate tulemiteni makroökonomilisel tasandil. Paul Krugman (2009, lk 110) toob näite, et kui Austraalia jooksevkonto defitsiidi tõttu langeb Austraalia dollari kurss, siis inimesed usaldavad seda riiki ja ostavad Austraalia dollarit lootuses, et see tõuseb tagasi üles ja seda ta ka teeb. Samas kui Indoneesia ruupia kurss langeb, siis investorid põgenevad ja algab paanika ja kriis. Sellest võib järeldada, et ühesugused majandusreeglid ei ole universaalsed ja on seotud tugevasti ka riigi usaldusväärusega.

2007. aasta kriisi peamiseks põhjusteks olid just keerulised finantsinstrumendid, mis tuginesid hüpoteekidele. Lisaks olid pangad kasutanud nende finantsinstrumentide soetamisel suurt finantsvõimendust, mis halvendas järsult pankade olukorda kinnisvaraturu langusel. Pangad ei olnud enam kindlad kas nende võlgnevus hoiustajatele ja võlakirjaomanikele ületab nende aktive väärtuse ja nad mõistsid, et ka teistel pankadel olid samalaadsed probleemid, mille tõttu pankadevaheline usaldus kadus. Pankade omavahelist usaldamatust näitas eelkõige pankade omavahelise intressimäära ja valitsuse lühiajaliste võlakirjade intressimäära suur vahe. Pangad laenasid üksteisele ainult kõrge laenuprotsendiga kompenseerimaks kõrget riski. Usalduse puudumise tõttu krediiditurk hangus. (Stiglitz 2011:26-27, 47-48)

George Soros pakub välja termini turufundamentalism kirjeldamaks seisukohta, et globaalne finantsturg on isereguleeruv ja katsed seda reguleerida tekitavad asjatuid moonutusi. Hr. Sorosi seisukoht on, et globaalne finantsturg on oma loomult ebastabiilne ja vajab stabiilsuse saavutamiseks globaalset reguleerimist ja kontrolli. (Soros 1999: 28-33) Globaalselt kontrollitud finantsturud oleksid kindlasti usaldusväärsemad ka investorite silmis.

Nagu me võime seda ajakirjanduses ja ka näiteks Eesti Panga 2008 aasta raportis "Rahapoliitika ja majandus" lugeda on 2007. Aastal alanud kriis suuresti põhjustatud finantsvahendajate omavahelise usalduse puudusest. Tänapäeva majanduses on finantsinstitutsioonide tegevuses väga tähtsal kohal usaldus. Samas on usaldus ka väga inimlik ja subjektiivne tunne, mis on hoomamatu ja reaalselt raskesti mõõdetav. Tänapäeva finantsinstitutsioonide tegevuse keerukus ja hoomamatus ongi uurimustöö autori arvates üks peamisi põhjusi või vähemalt eeldusi majanduskriiside tekkeks.

Ilmselt on finantsinstitutsioonid huvitatud, et neid usaldataks. Sellest sõltub nende kreditoride hulk. Stiglitz (2010: 54-55) sõnul on eelkõige probleem vales motivatsioonis panganduses. Panganduse esmane ülesanne peaks olema raha suunamine sinna, kus see tooks ühiskonnale kõige suuremat kasu. Selle asemel peavad pangad silmas just lühiajalisi kasumeid. Lühiajaliste kasumite tagaajamine panigi pankasid looma keerukaid finantsinstrumente, mis hiljem nende usaldusväärsuse kahtluse alla seadis. Käesoleva töö autor on nõus ülaltoodud autorite seisukohtadega, et finantsinstitutsioonid ei suuda olla iseseisvalt piisavalt efektiivsed ühiskonnale kasu toomisel, mille tõttu on vajalik nende nii globaalsel kui ka lokaalsel tasandil reguleerimine.

#### **1.2.5. Üldised probleemid majanduskriisiga toimetulekuks**

Finantskriisid on olnud esmaseks tõukeks pikematele majanduskriisidele minevikus. Mõned nendest kriisidest on kiiresti levinud ka riikidesse, mis esmapilgul tunduvad olevat kriiside mõju eest kaitstud. Paljude teiste finantskriisi põhjuste seas võib välja tuua kombinatsiooni ebastabiilsest makroökonomilisest majanduspoliitikast (suur jooksevkonto defitsiit ja suured erasektori võlad), laenubuumidest, intensiivsest kapitali sissevoolamisest, maksebilansi nõrkusest, millele võib lisada poliitilistest ja majanduslikest kitsendustest tulenevat poliitilise paigaltammumise. Paljude finantskriiside peamisi põhjusi on finantsvõimaluste puudumine võlgade likvideerimiseks. Teiste finantskriiside peamiseks põhjuseks on pankade bilansiväliste tehingute suur osakaal. (Leaven 2008:3)

Finantskriisidele lahenduste leidmine ehk siis majanduse taastamisele kaasaaitamine on keeruline ülesanne. Majandusteadlaste ja poliitikute hulgas ei ole ühist meelt leidmaks häid lahendusi kriisi leevendamiseks. Palju erinevaid meetmeid on välja pakutud ja ka praktikas rakendatud, et leevendada kriisi efektiivsemalt, kuid üksmeelt nende meetmete toimes siiski ei ole. Üks osa probleemis on poliitikute ja majandusteadlaste erinevad eesmärgid. Mõned peavad kõige esmaseks fiskaalkulutuste vähendamist. Teised panustavad kulutuste vähendamisele majandussektoris, et kiirendada restruktureerimist ja on ka seisukohti, et õigem oleks reformida majandust pikaajaseid



eesmärke silmas pidades. Reaalsuses tehakse palju kompromisse. Valitsus võib võtta näiteks sihilikult suuri kohustusi, et lahendada panganduskriise, mille peamine eesmärk oleks kiirendada taastumist. Riiklike süsteemide reformid võivad olla võimalikud ainult suure maksude alalaekumise ja kõrgete riiklike kulutuste tõttu. (Leaven 2008: 3)

Tänapäeval on tavaline riigi käitumine finantskriisi korral, et eraldatakse lisavahendeid raskuses olevatele pankadele, et parandada investeerimisvõimalusi. Selline fiskaalpoliitiline samm on väga kulukas. Samuti võib selline poliitika põhjustada pankade riikliku abi ebaotstarbeka kasutamise. (Stiglitz 2010:59-68) Selline poliitika võib tekitada hülbeid panganduse eesmärkides ja halvendada tegelikku investeerimiskliimat.

Clement Juglar (1915: 6) leiab, et maksuseadused peavad segama nii vähe kui võimalik vahele loomulikule turu naturaalsele nõudluse ja pakkumise tasakaalule. Liigne reguleeritus tekitab majanduslikku ebastabiilsust. Juglari uurimus näitab, et järsud tariifide muutused tekitavad paanikaid. Paanikad on suuremad kui näiteks kaitsetolle suurendatakse ja mõnevõrra väiksemad kui kaitsetolle vähendatakse. Läbimõeldud ja aeglasemad muudatused seevastu ei tekita häireid majanduses.

Riigiaparaadi nõrkus tavaliselt süvendab kriisi ja teeb keeruliseks kriisile lahenduste leidmise. Seadusandluse puudulikkus raskendab pankrotimenetlusi ja restruktureerimist. Majandusinfo avalikustamine ja finantsaruandluse reeglid finantsinstitutsioonidele ja korporatsioonidele võivad olla ebapiisavad (Stiglitz 2010: 92-95). Väärtpaberi ja laenuturud võivad olla halvasti reguleeritud või siis ebapiisava järelvalvega. Lisaks avaldab kriisist väljatulemisele negatiivset mõju ebaefektiivne kohtusüsteem. (Leaven 2008: 3)

Kuna 2007. aasta finantskriis sai alguse Ameerika Ühendriikide finantsturul, mille osalised olid Ameerika Ühendriikide kinnisvaraturg ja ülemaailmsed investorid, siis esmapilgul tundub, et probleem ei peaks mõjutama EV majandust. Eesti elanikkonnal ei ole märkimisväärsed sääste, mida ülemaailmsel finantsturgudel investeerida. Pigem on EV kodanik ise laenu võtja. Sellisel seisukohal oli ka 2008. aastal EV peaminister Andrus Ansip. Tegelikult jõudis Ameerika Ühendriikides 2007. a alanud finantskriisi mõju Eestisse viiteajaga. Peamiseks põhjuseks miks kriis siiski Eestisse jõudis on

Ameerika Ühendriikide majanduse suurus ja Eesti vabariigi majanduse väiksus ja avatus. (Raig 2010)

Joseph Schumpeteri arvates ei tohiks majanduslanguse käiku mõjutada kunstlike vahenditega nagu raha hulga suurendamine. Tema arvamuse kohaselt on kriisist taastumine rahulik ainult ilma kaasabita. Vastasel juhul jäävad ellu mitteelujõulised ettevõtted, mis kutsuvad tulevikus esile veel suuremaid kriise. (Krugman 2009: 21)

Eelnevast võib järeldada, et riikide käitumisel ja meetmete kasutamisel kriisis ei ole ühtset kindlat lahendust. Riikide eesmärgid on kriisist väljumiseks erinevad. Samuti lisaks riikide sisepoliitilistele otsustusmehhanismidele mõjutab just väiksema majandusega riike välised riigid ja institutsioonid. Nagu Mehhiko puhul Ameerika Ühendriigid löid tagatised Mehhiko peso stabiliseerimiseks ja samas panid paika ka nõuded Mehhikole fiskaalkulutuste piiramise, maksude ja intressimäära tõstmise näol. Teadlaste hulgas on arvamusi seinast sein. Ühed leiavad, et kriisist väljumiseks oleks vajalik riigi osalust majanduses suurendada fiskaalulutuste suurendamise ja sellega nõudluse kasvu läbi. Seda teed on läinud praeguses kriisis näiteks Ameerika Ühendriigid, kes löi hulga abipakette pankade ja kindlustusfirmade päästmiseks ja programme majanduse elavdamiseks läbi tarbimise suurendamise (vanade autode uute vastu vahetamine). Samuti Soome toetab riiklikult ehitusturgu ja muid sektoreid, et majandustegevust elavdada. Teine võimalus on fiskaalkulutuste vähendamine ja ootamine, et turg reguleeruks ise. Seda teed on läinud näiteks Eesti tehes suuri riikliku eelarvekärpeid ja tõstes makse samas otsesed majanduse elavdamise paketid puuduvad.

## 2. MAJANDUSKRIISIDE VÕRDLUS JA ANALÜÜS

### 2.1. Uuritavate majanduskriiside kulg ja statistika

IMF (*International Monetary Fund*) working paper (Leaven 2008:3) andmetel on ainuüksi aastate 1970-2007 vahemikus võimalik välja tuua 42 kriisi episoodi, mille hulka kuuluvad rahvusvaluuta kriisid, riigivõla kriisid ja panganduskriisid.

Esimene tähelepanuväärne majanduskriis puhkes Suurbritannias aastal 1825. Esimene ülemaailmne majanduskriis tekkis aastal 1847. Raskeimaks 19 saj. Majanduskriisiks peetakse 1873. aastal puhkenud kriisi. Pikemaid majanduskriise koos surutisega oli 1870-1890 Euroopa põllumajanduskriis. (Majanduskriis. - Eesti Entsüklopeedia, 1992. lk 123) Siinkohal kirjeldame mõnda majanduskriisi pikemalt.

Empiirilise osa esimeses pooles kirjeldatakse viit suuremat majanduskriisi. Uuritavate majanduskriiside valiku põhjendused on järgmised.

- Hollandi tulbisibulamaania (1593–1637) sai valitud ,kuna tegemist on ühe esimesena kirjeldatud majanduskriisiga majanduse ajaloos, mis annab hea võrdlusmaterjali kriisi olemuse ja põhjuste võimalikest muutustest ajas. Kindlasti peab mainima, et kuna kriis on toimunud pikka aega tagasi, siis usaldusväärseid materjale kriisi olemuse ja põhjuste kohta on sellevõrra raskem leida.
- Ameerika Ühendriikide 1929. aastal alanud suur depressioon on valitud kuna tegemist on ühe ulatuslikuma üleilmse majanduskriisiga. 1929. aasta kriisi on palju uuritud ja seetõttu leidub selle kohta ka piisavalt materjali.

- Mehhiko 1994. aasta peso kriis on oma olemuselt valuutakriis ja on käesolevasse töösse võetud just seetõttu. Eripalgeliste majanduskriiside uurimisel tulevad välja erinevate kriiside ühised ja eristuvad jooned.
- Tai 1997. aasta Aasia kriis sai valitud, kuna see oli üks suuremaid viimati toimunud majanduskriise. Tai on valitud teiste kriisis olnud riikide seast eelkõige selle tõttu, et Tai kriisi kohta on saadaval rohkem materjali.
- Käimasolev 2007. aastal Ameerika Ühendriikidest alguse saanud majanduskriis on eelkõige valitud oma aktuaalsuse tõttu ja seoses käimasoleva kriisiga leiab ka teema kohta kõige värskemad materjali.

Kõik töösse valitud kriise on käsitletud kriisi tekkeriigi seisukohalt. Näiteks pole uuritavate kriiside hulka valitud Eesti üheksakümnendate kriisi või käimasolevat kriisi eelkõige sellepärast, et Eestisse kandusid need kriisid üle mujalt mitte ei tekkinud siin.

Töö autor pidas vajalikuks kasutada eelkõige kvalitatiivsete tegurite (poliitiline olukord, finantsinstitutsioonide reguleeritus ja karjaefekt) uurimiseks kronoloogilist kirjeldust, mis on koostatud majandusautoriteetide kirjutiste ja varasemate uuringute põhjal. Lisaks tuuakse sisse kvantitatiivseid tegureid (intressimäär, raha hulk ringluses, muud majandusnäitajad) täienduseks kirjeldatule.

### **2.1.1. Hollandi tulbisibulamaania 1593 – 1637**

Esimesed tulbisibulad saabusid Aasiast Hollandisse teadaolevalt aastal 1593. Tulbimaania alguseks peetakse järgnevatel aastatel Charles de L'Ecluse poolt aretatud tulbid, mis kannatasid madalmaade ilmastikuolusid. Lisaks nakatati tulpe erinevate viirustega, mille tõttu olid tulbi kroonlehed eri värvi triipudega ja seetõttu eriti eksklusiivsed. Kiirelt kujunes tulp Hollandis luksuskaubaks ja staatust näitavaks sümboliks. Uutele aretatud sortidele anti uhkeid ning eksootilisi nimesid. Alates 1620. aastast hakkasid tulbisibula hinnad tõusma ja muutusid seetõttu spekulatsioonide objektiks. Tulbisibulaid vahetati hobuste, maade ja muu vara vastu. Lisaks oli

tulbisibulatega kauplemine organiseeritud Amsterdami, Rotterdami, Haarlemi ja Leideni börsidel. 1623 aastal maksis näiteks üks aretatud tulbisibul ligikaudu 1000 Hollandi kuldenit samal ajal kui keskmine kuupalk oli 150 kuldenit. Aastaks 1635 oli tulbisibula keskmine hind 5500 kuldenit. Võrdluseks käsitöömeistri aastapalk oli 250 kuldenit ja tonn võid maksis 100 kuldenit. Inimesed müüsid oma vara, et tulbisibulatega kaubelda ja hiigelkasumeid teenida. 1634 lisandus kohalikele investoritele ka Prantsuse spekulandid. (Tanning 2009b: 113-114; The Tulip Mania 2011)

Lisaks ostu-müügi tehingutele loodi börsil aastaks 1636 lihtsamat sorti tuletistehingute sõlmimise võimalus, kus tulbihooaja lõpus sõlmiti lepinguid järgmiseks hooajaks ja kauplemine käis nende lepingutega. (French 2006: 10)

Hinnatõusu kulminatsioon oli 1637 aasta veebruaris. 1637 aasta alguses hakkasid hinnad aga järsult langema, millele järgnes paanika. Turule paisati suur hulk spekulatiivsetel eesmärkidel hoitud tulbisibulaid, mis alandas omakorda sibulate hinda. 1637. aasta lõpuks olid hinnad langenud ligi 100 korda ja turul osalejad laostunud. Spekulandid, kes olid soetanud endale järgmiseks hooajaks õiguse osta teatud hinnaga tulbisibulaid ei soostunud oma kohustusi täitma, kuna sibulate hind oli järgmiseks hooajaks tugevasti langenud. Tulbisibulate müüjad pöördusid probleemiga valitsuse poole ja kuna probleem oli laiaulatuslik, siis andis Hollandi valitsus välja määruse, mis sätestas, et enne novembrit 1636 ostetud kohustused tunnistatakse kehtetuks ja peale seda tähtaega kohustuste ostonutele jääb kohustus tasuda 10% lubatud tulbisibulate ostuhinnast. Doug Frenchi (2006: 10) hinnangul pani just see seadus viimase punkti tulbimaaniale. Aastatel 1635 kuni 1637 kahekordistusid pankrotistumised Amsterdams. (French 2006, lk. 10) Väidetavalt kiratses Hollandi majandus veel aastaid pärast tulbisibulate kriisi. (Tanning 2009b: 113-114; The Tulip Mania 2011)

Tulbisibulate hinnatõusu üheks põhjuseks peetakse nn massihüsteeriat, kus paljud turul osalejad räägivad müstilisest rikastumisest, millele lisandus turulosalejate hulga hüppeline kasv. Tulbisibulate hinna järsu languse üheks põhjuseks peetakse turu küllastumist. Ei leidunud enam potentsiaalseid tulbisibulate ostjaid.

Üheks tulbimaania peamiseks põhjuseks peab Doug French (2006: 11) liigset raha hulka turul. Seitsmeteistkümnenda sajandi alguses oli Holland Euroopa majanduse

keskpunktiks. Hollandi Ida India Kompaniil olid ainuõigused väärismetallide ekspordiks Jaapanist alates aastast 1611 kuni sajandi lõpuni. Ameerika mandrilt avastatud hõbeda kaevandused langetasid hõbeda hinda aastatel 1570 – 1640 3-4 korda. Nagu lisast 1 selgub tõusis aastatel 1630 – 1638 Hollandis vermitud raha hulk kuni 10 korda. (French 2006: 10)

Samuti näitab tabel lisas 2, et Amsterdami Panga hoiuste kasvu aastatel 1634 – 1640 neljalt miljonilt floriinilt kaheksa miljoni floriinini. Tulbimaania kõrgpunkti ajal 31 jaanuarist 1636 kuni 31 jaanuarini 1637 kasvas raha hulk Amsterdami pangas 42 %. (French 2006: 10)

Charles Kindlebergeri (1996: 44) hinnangul rahastati Tulbimaania suures osas eralaenudest.

Nagu sellest peatükist selgub peetakse Hollandi tulbisibula maania peamisteks põhjusteks järgmisi tegureid:

1. Peamiseks põhjuseks võiks pidada liiga suurt raha hulka turul, mille tõttu raha hind ehk väärtus odavneb ja investorid otsivad paaniliselt võimalusi kasumlikeks investeeringuteks.
2. Teiseks põhjuseks võiks tuua erakordselt suur hulk turulosalejaid. Kui enne tulbisibula maaniat tegeles puusepp puutööga ja farmer loomakasvatusega, siis maania käigus jäeti oma põhitegevus soiku ja suur osa elanikkonnast tegeles kõrget tulu lubava tulbisibula spekulatiivse ostu ja müügiga. Lisaks hollandlastele lisandus maania viimases etapis ka kapital välismaalt Prantsuse investorite näol.
3. Kolmas põhjus ja samas ka tagajärg on massipaanika ehk karjakäitumine, mis tekib tavaliselt finantsmulli algperioodil, kui hoo saab sisse eufooria kõikidele avanenud võimalusest kiirelt rikastuda. Samalaadne massipaanika paneb ühtlasi ka kriisi alguses investoreid paaniliselt spekulatsiooni objektidest vabanema.

Nii algse eufooria kui ka paanika tekkeks on vaja mingit kindlat keskkonda ja tõuget selle tekkeks. Antud situatsioonis oleks eufooriat soodustav keskkonnamõju raha hulga

suurenemine turul, mis tagab elanikkonnal investeerimiseks oleva vaba raha olemasolu. Paanika üheks võimalikuks tõukeks võib pidada nn küllastuspunkti jõudmist, kus turul ei olnud enam kõrge hinnaga tulbisibulate ostuhuvilisi.

### **2.1.2. Ameerika Ühendriikide 1929 suur depressioon**

Ivan Berendi (2006: 61) hinnangul algas Suure Depressiooni eellugu põllumajandusest. Alates 1920 aastast kuni 1929 aastani suurenes vilja eksport Ameerika Ühendriikidest seitsmelt miljonilt tonnilt 19 miljoni tonnini. Samal ajal taastus ka Euroopa põllumajandus, mille tõttu toimus põllumajandustoodete ületootmine. Ületootmise tagajärjel langesid põllumajandustoodete hinnad keskmiselt 30%. Üleilmselt põllumajandustoodangu maht kasvas 1920-te lõpus 30-80%. (Berend 2006: 61)

Tänu põllumajandustoodangu ülejäägile ja sellest tulenevale põllumajandustoodete hinnalangusele sattusid põllumajandusettevõtted raskustesse, mis kindlasti oli ka üheks soodustavaks teguriks majanduskriisi tekkel. Põllumajandustootjate kaitseks hakati välja töötama proteksionistlikke õigusakte, mis kehtestaksid tollitariifid imporditavatele põllumajandussaadustele. Vaatamata suurele vastuseisule ärringkondades võeti 17 juunil 1930 vastu nn Smoot-Hawley tariifide seadus, millega kehtestati imporditollid 20 000 põllumajandussaadusele. Väidetavalt langes tänu sellele seadusele järgnevatel aastatel nii import kui ka eksport põllumajandustoodete osas üle poole. "Väidetavalt" selle tõttu, et on väga raske kindlaks teha kui suur osa ekspordi langusest oli seaduse jõustumisel ja kui suur osa üleüldise majanduskriisist tuleneva kaubandustegevuse pidurdumisel. Smoot-Hawley seadusele lisaks võeti ka tööstustoodetele sarnaseid tollitariife rakendavaid seadusi vastu. Partnerriigid vastasid samaga, et omakorda oma tootjat kaitsta. Peale teist maailmasõda enamus kaubanduspiiranguid tühistati, kuna kaubanduspiirangud takistasid riikide majandusarengut.

Euroopa ja Ameerika Ühendriigid läksid pärast esimest maailmasõda üle kullastandardile, kus kõik valuutad olid fikseeritud mingi kindla kursiga kulla suhtes. Ühendriigid koos Prantsusmaa ja Belgiaga fikseerisid oma valuutade väärtuse alla oma

tegelikku väärtust, mis soodustas finantsvahendite sissevoolu nendesse riikidesse. (Oliver, Aldcroft 2007: 56-57)

Üks võimalikest finantsmullide tunnustest on laenuraha riigist väljavoolu lõppemine. Näiteks 1928 aastal ei väljastatud Ühendriikidest laene Saksamaa ja Ladina- Ameerika turgudele, mille tõttu need riigid langesid majanduslikku depressiooni juba enne finantskriisi algust Ühendriikides aastal 1929. Majanduslangus Saksamaal ja Ladina- Ameerikas omakorda võimendasid depressiooni mõju Ühendriikides (Kindleberger 1996: 8).

Finantsvahendite suur sissevool kahekümnendatel on kindlasti üks majanduse ülekuumenemise põhjusi. Teisest küljest Ameerika Ühendriikide partnerriigid olid ka ise sõltuvad Ameerika Ühendriikidest tulevatest investeeringutest. Ühendriike tabas aga tüüpiline buumiaegne fenomen, kus raha ehk investeeringud enam riigist välja ei lähe, kuna investorid on kõik kindlad, et kohalikku turgu on kõige tulusam investeerida.

Investeeringute vähenemine partnerriikidesse on järgmine kaudne põhjus miks kriis aset leidis. Raha hulk partnerriikides vähenes ja seetõttu vähenes ka tarbimine nii sisetoodangule kui ka imporditavatele kaupadele. Seega investeeringute vähendamine partnerriikidesse vähendas Ameerika Ühendriikide ekspordimahtusid.

Milton Friedman ja Ben Bernanke hinnangul oli majanduskriisi esmaseks päästikuks ja hilisemaks kriisi süvendajaks Ameerika Ühendriikide Föderaalreservi soov vähendada raha hulka turul, et taltsutada ülekuumenevat majandust. Selleks tõstis Föderaalreserv 1928 aasta kevadel laenuintressi. (Bernanke 2004)

Üldiselt peetakse Ameerika Ühendriikidest alguse saanud Suure Depressiooni alguseks Musta Neljapäeva 24 oktoober 1929, mil algas New Yorgi aktsiabörsi kiire langus. Aastaks 1933 oli börsi tipptasemest alles vaid kuuendik. Milton Friedmani hinnangul hakkas kriis oma märke näitama mõned kuud varem. Augustist alates hakkas äriaktiivsus langema ja ilmnemiseid äritegevustes raskuste märgid. Bernanke toetab Milton Friedmani arvamust, et väärtpaberibörsi kukkumine 1929 aasta oktoobris oli otsene järg augustis alanud majanduse jähnemisele. (Bernanke 2004) Pärast börsikrahi suurenes tarbijate ja tootjate ebakindlus, mille tõttu tekkis mõlemal soov omada suuremaid



koguseid likviidseid varasid, et reageerida võimalikele probleemidele. (Friedman 1992: 80)

Milton Friedmani hinnangul süvendas kriisi Föderaalreservi edasine ebaadekvaatne käitumine. Föderaalreservi ülesanne Friedmani hinnangul oleks olnud ringluses oleva rahahulga suurendamine, kuna eraisikud ja ettevõtted oma instinktiivse käitumisega säästmise näol raha hulka vähendasid. Algselt New Yorgi Föderaalreservi pank ka nii käitus ostes kokku valitsuse väärtpapereid ja paisates sellega turule rohkem vaba raha. Selline käitumine aga lõpetati õigepea Föderaalreservi sisemise võimuvõitluse tagajärjel. 1930 aasta lõpust kuni 1933 aasta alguseni vähenes käibel oleva raha hulk ligi kolmandiku. 1930 aasta oktoobrini oli raha kadu 2,6 %, mis oli suurem kui eelmiste kriiside puhul. (Friedman 1992: 81)

Siinkohal statistika näitab joonisel lisas 3, et raha hulk vähenes märkimisväärselt kriisi perioodil Ameerika Ühendriikides ainukesena aastatel 1929-1930, mil raha hulk langes ligikaudu 5%. Samas jooniselt lisas 4 on näha, et pankade poolt väljastatud laenude hulk väheneb aastate vahemikus 1929 – 1935 ligi kaks korda, mis viitab klassikalisele situatsioonile, kui raha on olemas kuid majandusliku surutise tõttu ei laenata seda välja.

Kuna aastate vahemikus 1929 – 1933 oli pankrotistunud üle 9000 panga, siis elanikkonna usaldus pankade vastu oli langenud. Deponeerijad hoidsid oma sääste üha enam sularahas, mille tõttu pangadeposiitide hulk järsult langes ja millest lähtuvalt pankadel ei olnud enam võimalust omakorda laene väljastada. Milton Friedmani arvamusele, et riik oleks pidanud sekkuma, et laenuraha hulka turul suurendada kahtleb Richard T. Froyen (2002: 382) kas Föderaalreservil oli kolmekümnendatel oskusi ja vahendeid, et vastavaid meetmeid kasutusele võtta. (Froyen 2002: 382-383)

1930 aastani ei olnud veel börsikrahh otseselt majandust langusesse pööranud kui kriisi teise lainena hakkasid pankrotistuma pangad, kuna kliendid tahtsid oma hoiuseid välja võtta, et neid paigutada kulda või teistesse varadesse. Pankade pankrottide laine algas Ameerika Ühendriikide Kesk-Läänest ja Lõunast ja jõudis 1930 aastaks New Yorki – Ameerika Ühendriikide finantskeskusesse. Friedman peab kriitiliseks kuupäevaks 11 detsembrit 1930, mil sulges uksed Bank of United States. (Friedman 1992: 81)

Järgnevalt tuuakse lühiülevaade Bank of the United States (kommertsbank) 1930. aasta pangapaanikast. Paanika põhjus oli kuulujutt, et Bank of the United States keeldus müümast ühe kaupmehe aktsiaid. Paanika esimesel päeval võttis 3000 deponeerijat Bronxi linnaosa kontoris välja 2000000 USD. (Financial crisis: 2009) Enne panga pankrotistunuks kuulutamist üritasid New Yorgi osariigi pankade inspektor, Föderaalreservi New Yorgi pank ja New Yorgi Arvelduskoja Pankade Assotsiatsioon koostada plaani panga päästmiseks garanteerides talle tagatisfondi ja liites teiste pankadega. Plaan nurjus kahe New Yorgi arvelduskoja antisemitistliku juhtiva pangategelase vastuseisu tõttu. Bank of the United States kuulus juutidele ja liitumisplaanid olid kahe teise juudidipangaga. Bank of the United States panga pankrotistumise järelkajana pankrotistus Ameerika Ühendriikides kolme aasta jooksul ligi 10000 panka. (Friedman 1992: 81-83)

Et pangapaanikatele lõppu teha ja Ameerika Ühendriikide Föderaalreserv ei jookseks kullavarudest tühjaks otsustas Ameerika Ühendriikide Föderaalreserv tõsta intressimäära veelgi, mis ka mõjus. Suurem intress peatas pangapaanika ajutiselt, kuid samas vähendas intressimäära tõstmine veelgi raha hulka turul, mis omakorda vähendas tootmist ja langetas hindu. Kõrgele intressimäärale lisaks tekitas laenajale probleeme deflatsioon, mille tõttu laenatud raha väärtus tulevikus tõusis, mis lisas laenu võtjale suuremad kohustused. Üks põhjus miks depressioon oli nii laiaulatuslik on Ben Bernanke hinnangul kullastandardil põhinev valuutasüsteem, mille tõttu intressimäära tõstmine ühes riigis sundis intressimäärasid tõstma ka teistes riikides. Vastasel juhul oleks kuld kõrgema intressiga riikidesse liikunud. Üleüldine intressimäära tõstmine vähendas aga raha hulka kogu kullastandardiga ühinenud regioonis. (Bernanke 2004)

Ameerika Ühendriikide Föderaalreservi otsus 1929. aasta augustis diskontomäära tõsta, et vaigistada ülekuumenevat majandust, vähendas investorite tulevikuootusi. Kullastandardi probleem oli selles, et riigid ei saanud suurendada omatahtsi raha hulka riigis, et suurendada sisenõudlust kartuses, et sellega kaasneb hinnatõus, kulla eksport ja rahvusvaluuta nõrgenemine. (Oliver, Aldcroft 2007: 58-60)

Ühtlasi oli 1931. aastaks tollane Ameerika Ühendriikide president Hoover suurendanud riiklike kulutusi ja ei suutnud neid vähendada pärast majanduslanguse algust. (Oliver, Aldcroft 2007: 68)

Aastal 1929. alanud depressioon kujunes nii pikaldaseks kuna ei leidunud rahvusvahelist laenuabi andjat (ingl. *international lender of last resort*). Suurbritannial polnud vahendeid pangandussüsteemi toetamiseks ja Ameerika Ühendriikidel polnud tahtmist. (Kindleberger 1996: 1-2)

Esmaseks kriisi allikateks võib pidada ülehinnatud dollarist tulenevat raha sissevoolu Ameerika ühendriikidesse, millega suurenes raha hulk turul. Raha investeeriti nii tööstuslikku kui ka põllumajanduslikku tootmisesse. Lisaks tõusis kiirelt kinnisvara ja väärtpaberi turg. Paralleelselt USA tootmisvõimsuse ja efektiivsuse suurenemisega taastus ka tööstus. Esimese maailmasõja järgses Euroopas, mille tõttu tekkis ületootmine. Kaupade hinnad langesid ja võetud investeeringud ei tasunud ennast ära.

Milton Friedmani hinnangul oli päästikuks kriisi valla pääsemisel intressimäära tõstmine Föderaalreservi poolt ja seda mitmel korral, kui oleks hoopis pidanud raha hulka turul suurendama, et süstida optimismi turule. Lisaks väiksele raha hulgale turul valdas turuosaliste seas pessimism, mille tõttu toimus säästmine ja raha ei julgetud ringlusse panna. Selle asemel võeti hoopis raha nii palju kui võimalik turul osalejate poolt ringlusest ära millest tulenesid ka pangapaanikad.

Lisaks raha suurele hulgale kriisile eelnenud perioodil ja väiksele hulgale kriisi ajal peetakse kriisis süvendajaks Ameerika Ühendriikide dollari seotus kullaga, mille tõttu keskpanga võimalused raha ringlusesse juurde lisada olid piiratud.

Eelneva kokkuvõtteks saab välja tuua peamised Ameerika Ühendriikide 1929. aasta kriisi põhjused.

1. USD oli fikseeritud liiga madala kursiga, millest tulenes parem ekspordivõimekus ja suur finantsvahendite sissevool.
2. Valuuta fikseeritus - kullastandard ehk valuutade fikseeritus tegi nii Ameerika Ühendriikidel kui ka tema partnerriikidel raskeks opereerida monetaarinstrumentidega, et elavdada majandust.
3. Finantsvahendite sissevool ja väljavoolu peatumine kriisiaegsel perioodil. Lisaks majanduse ülekuumenemisele tekitas finantsvahendite puudujääk USA

partnerriikides soodsa pinnase ülemaailmse kriisi tekkeks. Siinkohal on üks oluline näitaja vaadeldava riigi suurus, mille finantsvahendite väljavoolu peatumine tekitas tõsisemaid probleeme sõltuvates partnerriikides.

4. Karjaefekt – investorid nägid USA majanduse kiires tõusus võimalust palju teenida ja samas kriisis ei julgenud pangandus väljastada laene majanduse elavdamiseks.
5. Poliitiline olukord – üldine poliitiline olukord oli stabiilne, kuid siiski esines kriisis tegutsemisel vigu, mis soodustasid pangapaanikate teket ja raha kadumist ringlusest

### **2.1.3. Mehhiko 1994 aasta peso kriis**

Kuni aastani 1970 oli Mehhiko areng aeglane. Mehhiko kaubavahetus oli tõkestatud tollibarjääridega ja välisinvesteeringuid ei soositud. Alates seitsmekümnendatest aga laenamine väljastpoolt riiki suurenes, mida toetasid uued naftaleiukohad ja kõrge nafta hind. Maailma Pank pidas 1982 aastal Mehhiko võlakirju väga usaldusväärseteks. (Krugman 2009: 33) Samal aastal teatas Mehhiko valitsus, et nende riigi valuutareserv on tühi mille tõttu pole Mehhiko võimeline oma võlakirju välja ostma. Selline avaldus vallandas paanika. Laenajatel ei jäänud muud üle kui restruktureerida võlad, ehk siis leevendati maksetingimusi ja pikendati makseaega. Probleemide tulemusena langes Mehhiko tootmine 1981 aasta tasemest 10% madalamale. 1985 aastal eemaldas Mehhiko enamus kaitsetolle ja riiklikke ettevõtteid privatiseeriti. Mehhiko valitsus hakkas soodustama välisinvesteeringute sissevoolu. Välisinvesteeringute sissevoolu takistas aga suur riigivõlg, mis tollase Ameerika Ühendriikide Treasury Secretary Nicholas Bradi idee kohaselt asendati niinimetatud Bradi võlakirjadega. Tänu võla ümbermängimisele muutus Mehhiko uuesti atraktiivseks investorite silmis, mille tõttu hakkas finantsvahendeid riiki voolama. Finantsvahendite sissevool omakorda vähendas intressimäärasid. Tänu madalamatele intressimääradele oli Mehhikol ka kergem tegeleda oma võlakoormaga. 1990 hakati ette valmistama ja 1994 aasta alguses allkirjastati NAFTA (North American Free Trade Agreement, Põhja Ameerika

vabakaubanduse leping), millega Mehhiko ja USA avasid üksteisele turu. Kaitsetollide eemaldamise ja NAFTA allkirjastamise tagajärjel tuli Mehhikosse välisinvesteeringuid 1993 aastal väärtuses üle 30 miljardi USD. (Krugman 2009: 34–38; Whitt 2012; Hufbauer, Schott 2005: 10–14)

1991 aastal kallinesid Mehhikos toidukaubad ligi 40%. Samal ajal Ameerika Ühendriikides kõigest 6%. Eksport kiratses – tugeva peso tõttu polnud Mehhiko tooted konkurentsivõimelised aga samal ajal import kasvas avatud majanduse ja sissevoolavate laenuraha ja investeeringute toel. 1993 aasta Mehhiko jooksevkonto defitsiit oli 8% riigi majanduse koguproduktist. Absoluutarvudes tõusis jooksevkonto defitsiit 6 miljardilt USD-lt 1989. aastal 20 miljardi USD 1993 aastal (Whitt 2012: 2). Majandusteadlaste hinnangul oli kapitali sissevool piisav, et katta jooksevkonto defitsiiti. Vaatamata suurele kapitali sissevoolule jäi Mehhiko majanduskasv kesiseks – keskmiselt 2,8 % aastas. Rudiger Dornbusch – kauaaegne Mehhiko majanduse jälgija järeldas, et peso kurss on liiga kõrge ja seetõttu oleks kasulik peso devalveerimine, mille tagajärjel muutuks Mehhiko kaup välisturul konkurentsivõimeliseks. (Krugman 2009: 42-44)

1994 aasta detsembriks oli Mehhiko välisvaluuta reservid otsakorral. Mehhiko üheks võimaluseks oleks olnud laenuintresside tõstmine, et meelitada ligi välisinvesteeringuid, kuid kõrged intressid oleks mõjutanud negatiivselt ka sisetarbimist ja ärisid. Teine variant oli varem räägitud peso devalveerimine, mis peaks samuti muutma välisinvestoritele investeerimise atraktiivsemaks, kuna varad oleksid olnud saadaval odavamate hindadega. Lisaks peaks välisinvesteeringute tõus vähendama ka intressimäärasid ja seeläbi ergutama majandust. Krugmani hinnangul tuleb devalveerimisel silmas pidada kahte reeglit. Esiteks devalveerida piisavalt palju, et näidata väljapoole, et see devalveerimine on üks ja ainus aga mitte üks järgnevate paljude seast. Teiseks andma investoritele iga kanali kaudu märku, et majandus on kontrolli all ja investorite ootusi arvestatakse. Mehhiko rikkus mõlemat reeglit. Devalveeriti 15% väärtusest kui majandusteadlaste hinnangul oleks õiglane olnud poole rohkem ja välisministri suhtumine välisinvestorite muredesse oli üleolev. Lisaks teavitati Mehhiko investoreid devalveerimisest ette ja välisinvestoreid mitte. Selline käitumine tekitas paanika välisinvestorite seas, mille tõttu raha hakkas riigist välja voolama. Investeeringute väljavool riigist sundis Mehhiko valitsust loobuma peso

fikseeritud kursist USD-ga. Peso väärtus langes ligi 50% oma esialgsest väärtusest. Investeeringute väljavoolu peatamiseks tõsteti laenuintressi määra, mis aga ei andnud oodatud tulemust. 1994 aasta märtsiks oli intressimäär tõusnud 75%. Lisaks väljastas Mehhiko miljardite eest lühiajalisi võlakirju tesobonos, mis olid seotud USD-ga. Kui peso kurss USD suhtes langes, siis tesobonose võlg kasvas veelgi. 1995 aasta Mehhiko koguprodukt langes 7% ja tööstustoodang 15 %. Tõusis töötus ja sagesid pankrotistumised. (Krugman 2009: 46-48)

Üldiselt leiavad kriitikud, et peso devalveerimine oli möödapääsmatu. Samas heidetakse ette toonasele Mehhiko presidendile Ernesto Zedillo Ponce de Leónile poliitilisi valearvestusi devalveerimise läbiviimisel. Peso devalveerimine oli siiski Zedillole eelnenud Mehhiko presidendi Salinas de Cortari poliitika tagajärg. Vahetult enne presidendivalimisi üritas Salinas de Cortari stimuleerida kunstlikult Mehhiko majandust, mis tekitas hoopis ebastabiilsust. Mehhiko pankadele anti võimalus suurendada krediteerimist, mille tõttu vähenesid laenuintressid. Samas pankade väljalaenatav raha polnud tagatud minimaalse reservinõudega. Välisinvestoreid tegi ettevaatlikuks samal aastal toimunud relvastatud ülestõus Mehhiko Chiapase provintsis. Mehhiko valitsuse rahalised võimalused olid piiratud, kuna viimase 20 aasta jooksul olid valitsuse kulutused pidevalt suurenenud, mille sisse mahtus ka hüperinflatsioon aastatel 1985 – 1993, eelneva võla tagasimaksmine ja madal nafta hind. Mehhiko valitsuse halb rahaline olukord vähendas riigi võimet reageerida šokkidele. (Edwards 1995: 296)

Krugmani peamised järeldused Mehhiko kriisist on järgmised. Mehhiko peso oli fikseeritud liiga kõrgel tasemel teiste valuutade suhtes, millest tulenes suur import ja väike eksport ehk siis jooksevkonto defitsiit. Suurenes laenukoormus. Teine kriisi põhjus oli ebakorrektnen peso devalveerimine, mis vähendas Mehhiko majanduse usaldusväärsust välisinvestorite silmis. (Krugman 2009: 52)

Hufbauer ja Schott (2005: 10 –14) tõid välja peamised makromajanduslikud vead mis kutsusid esile Mehhiko kriisi. Esiteks Carlos Salinas de Gortari valimisaastal järsult suurenenud valitsemiskulud ja kõrge eelarve defitsiit. Et kõrget (7% SKPst) defitsiiti finantseerida väljastas Salinas riikliku võlakirja Tesebonos, mis müüdi pesode eest aga olid seotud USA dollariga. Teiseks Mehhiko pangandussüsteem oli kas halvasti

reguleeritud ja kontrollitud või lihtsalt korrumppeerunud – Salinase pereliikmetele maksti pankadest illegaalselt märkimisväärseid summasid. Kolmandaks Mehhiko lõunaosariigis Chiapas jaanuaris toimunud relvastatud ülestõus. Ülestõus suruti paari nädalaga maha, kuid välisinvestorid hindasid ülestõusu põhjal kogu Mehhiko ebastabiilseks piirkonnaks.

N Gregori Mankiw toob oma Makroökoonoomika viiendas väljaandes maa riskid mis on seotud kriisidega. Esiteks 1994 aasta Chipase ülestõus ja presidendikandidaadi Luis Donaldo Colosio mõrv presidendikampaania ajal. Investorid hindasid selle tagajärjel piirkonna kõrgema riskiga piirkonnaks. Mehhiko peso oli fikseeritud kursiga, mille tõttu investorite tagasitõmbumine piirkonnas tuli välja maksta US dollarites. Kahjuks polnud Mehhikol piisavalt valuutareserve ja seetõttu oli riik 1994 aasta lõpuks oma valuutareservi ammendanud. Reservi ammendamine viis Peso devalveerimiseni, mis kahandas omakorda investorite huvi piirkonnas. Mehhiko valitsus pani müüki võlakirju, mis aga halva riigi reitingu tõttu võeti investorite poolt väga leigelt vastu. Usalduse kriis kahjustas riigi pangandust, mis omakorda kõigutas investorite usku riigi majandusse. Kõrge jooksevkonto defitsiit ja valitsuse kasvavad kulutused pani investoreid kiirelt müüma tesobonoseid tühjendades sellega veelgi riigi valuutavarusid. Kuna Mehhikos oli 1994 valimisaasta, siis oleks majanduslangus enne valimisi valitsevale parteile halvasti mõjunud ja seetõttu ostis Banco de México Mehhiko riigi väärtpabereid kokku, et mitte lasta intressil tõusta. Mehhiko võlakirjade kokkuost vähendas veelgi riigi dollarivarusid. Salinase valitsus ei teinud midagi olukorra päästmiseks valimistele eelnenud viiel kuul, et hoida oma populaarsust üldsuse silmis. Zedillo võttis juhtimise üle esimesel detsembril 1994 aastal. Zedillo proovis esialgu langetada fikseeritud kursi 15 % võrra kuid ka see osutus liiga raskeks ja seetõttu lasi valitsus Peso kursi vabaks, mille tagajärjel Peso odavnes USD suhtes pea 2 korda. Ameerika Ühendriikide valitsus reageeris kiiresti ostes kokku vabalt turult pesosid. Lisaks tagasid USA ja Kanada keskpangad, IMF ja Bank for International Settlements 50 miljardi USA dollari ulatuses Mehhiko laene, mille tulemusel stabiliseerus Peso kursil 6 Pesot ühe USD vastu. (Use of the Exchange .. 2010: 35-42; Edwards 1995: 296; Whitt 2012; Assessing the Determinants ...: 35 )

Sebastian Edwards (1995: 302) toob välja viis peamist põhjust, mis olid määravaks Mehhiko kriisi tekkel. Esiteks, jooksevkonto defitsiit ei tohiks pikema aja jooksul ületada 3% piiri riigi majanduse koguproduktist. Liigne jooksevkonto defitsiit tekitab just riikides, millel on fikseeritud valuutakurss, majanduse ülekuumenemist läbi erasektori tarbimise üleliigse kasvu. Teiseks, sissetulevate investeeringute struktuur – lühiajalised laenud versus pikaajalised otseinvesteeringud. Lühiajalised laenud on ülimalt tundlikud lühiajalistele majandusšokkidele samas kui pikaajalised otseinvesteeringud on vähem volatiilsed. Kolmandaks, tööstuse produktiivsuse kasv, mis jõuaks arenguriikides enne valuutakursi ja tööjõuhinna tõusu teatud tasemele, et riigi ekspordivõimet säilitada. Neljandaks fikseeritud valuutakurss võib osutuda probleemiks, kuna tihti jääb fikseeritud kurss liiga kõrgeks ja nõrgestab sellega riigi ekspordi võimalusi ja fikseeritud kurss annab julgustust riigisektoril suurendada fiskaalkulutusi kartmata tagajärgi. Viiendaks, riigivõla struktuur, mis lühiajalistele laenudele ülesehitatuna muudab riigi kergesti haavatavaks väliste šokkide mõjul nagu see juhtus 1995. aastal Mehhikos kui tesobonose maksetähtaeg kätte tuli ja halvendas sellega tugevasti riigi positsiooni.

Mehhiko majanduskriisi mõju ulatus Lõuna-Ameerika lõunapoolsete riikide Argentiina, Tšiili, Paraguai, Uruguai ja Argentiinani. Mehhiko majanduskriisi mõju lõunapoolsetesse riikidesse nimetati ka tequila efektiks (hisp. *Efecto Tequila*). USA investorid tõmbasid välja oma investeeringuid kogu Ladina-Ameerika alalt vähendades sellega riikides raha hulka. (Edwards 1995: 296) Kuna reeglina on naaberriikide vahel tihedad kaubandussuhted, siis investeeringute peatumine kogu regioonis võimendab omakorda iga üksiku riigi kriisi.

Raske poliitiline šokk tabas Mehhiko majandust 23 märtsil 1994. aastal kui tapeti liidripositsioonil olev presidendikandidaat Luis Donaldo Colosio. Tema surm oli märk riigi poliitilisest ebastabiilsusest, mis tekitas investorite seas paanika. Mehhiko tegi suuri pingutusi, et peso kurssi stabiilsena hoida. Ajavahemikus 1994. aasta veebruarist kuni märtsini kahanes Mehhiko välisreserv 11. miljardi USD väärtuses (vt. lisa 5).

Peatüki kokkuvõtteks võib Mehhiko kriisi põhjuste kohta öelda järgmist. Eelkõige iseloomustas Mehhikot ebastabiilne poliitiline kliima, kus korruptsiooni tase oli kõrge.



Lisaks kõrgele korruptsiooni tasemele destabiliseeris regiooni presidendikandidaadi mõrv ja ülestõus ühes ääreprovintsis. Peso fikseeritud kurss küll soodustas finantsvahendite ja kauba Mehhikosse sissevoolu, kuid samas korrumppeerunud ja ebatõhusa pangandussüsteemi tulemusena ei leidnud investeeringud otstarbekohast kasutust. Lisaks halvendas peso liiga kõrge kurss USD suhtes Mehhiko ekspordivõimalusi. Suur riigi võlakoores ja ebaõnnestunud peso devalveerimine andsid viimase hoobi Mehhiko majandusele. Kuna kogu Ladina-Ameerikat vaadati investorite poolt ühtse regioonina, siis Mehhiko ebaõnnestumine õhustas ka investorite usaldust teiste Ladina-Ameerika riikide suhtes, mille tõttu tõmmati välja investeeringuid kogu regioonist. Mehhiko taastus siiski kriisist suhteliselt kiiresti tänu Ameerika Ühendriikide organiseeritud välisabile laenude ja tagatiste näol.

#### **2.1.4. Tai 1997. aasta kriis**

Kõige rohkem majanduslikku kahju kannatanud riigid 1997 Aasia kriisis olid Tai, Lõuna-Korea ja Indoneesia. Natuke vähem kahjusid kannatas Hong Kong, Malaisia, Laos ja Filipiinid. Hiina, India, Taiwan, Singapur, Brunei ja Vietnam olid regioonis kõige vähem mõjutatud kriisist kuid ka nendes riikides oli tunda nõudluse langust ja välisinvestorite ebakindlust. (1997 Asian financial .., 2011; Berg 1999: 3)

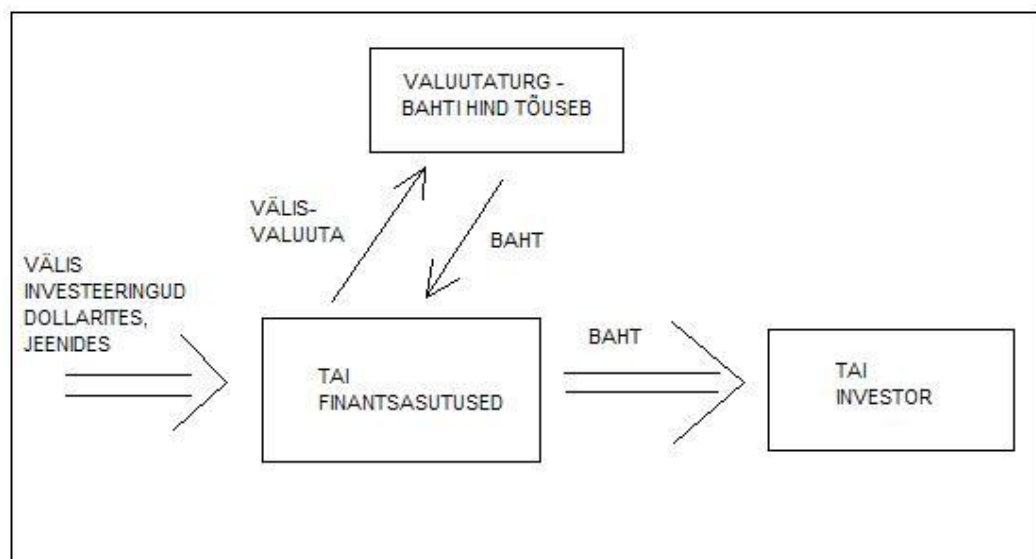
Käesolevas uurimuses keskendume Aasia kriisi käsitlemisel Taile, kuna selle riigi kohta on kõige rohkem materjali. Lisaks leiab Nobeli majanduspreemia laureaat Paul Krugman (2009: 75) ja George Soros (1999: 200), et Tail oli kõige suurem roll Aasia kriisis. Laias laastus olid majanduskriiside põhjused Aasia kriisis osalenud riikidel sarnased. Mõningad erinevused on ka edaspidi välja toodud.

Kaheksakümnendatel ja üheksakümnendatel oli Tai suhteliselt vaene maa. Paul Krugmani (2009: 77) hinnangul oli selle aja majandus võrdne oma koguproduktilt Massachusettsi osariigiga. Tai kriisi eellugu sai alguse kaheksakümnendatel. Kuni kaheksakümnendateni oli Tai peamiselt põllumajandussaaduste eksportija. Alates kaheksakümnendatest hakkasid välisfirmad peamiselt Jaapanist rajama tehaseid Taisse, millega saigi alus pandud kiirenevale majanduskasvule. Tai keskmine majanduskasv oli

8 % aastas. Kuni 1990 aastani oli välislaenude osakaal erasektoris pea olematu. 1991 aasta välisvõlg oli pisut alla riigi aastase ekspordi. Äriprojekte finantseeriti peamiselt riigi omavahenditest. Alates üheksakümnendatest see muutus. 1990 aastal olid arenenud riikide intressimäärad suhtelised madalad, mis pani investoreid uusi turge ja võimalusi otsima. Paul Krugman (2009: 79) peab oluliseks ka seda, et Aasia riigid said uue nimetuse “Tärgavad turud” (ingl. emerging markets) vana “Kolmanda maailma arenenud riigid” asemel. Nii erainvestorid kui ka rahvusvahelised institutsioonid nagu IMF ja Maailmapank suunasid oma investeeringud Aasia tärgavatele turgudele. Aastaks 1997 oli aastane kapitali sissevool peamiselt Aasia arenevatele turgudele 256 miljardit USA dollarit. (Krugman 2009: 77–79), (Soros, 1999: 17)

Mil moel välisinvesteeringud jõudsid Taisse ja millist mõju avaldas see kohalikule finantssektorile. Investeering jõudis Tai finantssektorisse välisvaluutana. Kuna kohalikul investoril oli oma investeeringuteks vaja kohalikku valuutat bahti, siis osteti välisvaluuta eest valuutaturul bahte. (Krugman 2009: 80)

Joonisel 2 on kujutatud investeeringute teed alates välisinvestoritest kuni Tai kohaliku investorini välja. Ühtlasi on näidatud Tai bahti konverteerimisest tulenevat mõju bahtile.



**Joonis 2.** Välisvaluutas investeeringute teekond Tai finantsturul (autori koostatud)

Kuna investeeringute hulk oli suur, siis nõudlus valuutaturul bahtide järele järjest suurenes, mille tulemusena oleks ka tõusnud bahti väärtus teiste valuutade suhtes. Baht oli aga fikseeritud kursiga USA dollari suhtes. Bahti nõudluse suurenedes oli Tai keskpank sunnitud suurendama bahtide hulka turul. Valuutaturu operatsioonide tagajärjel suurenes valuuta-reserv Tai keskpangas ja raha hulk kohalikul finantsturul ehk siis pankades. Uute bahtide hulk Tai pankades andis omakorda võimaluse bankadele suuremas koguses laene anda. Suur välisinvesteeringute hulk suurendas Tais kordades vaba raha hulka, mis suunati peamiselt ehitusse aga ka kinnisvara- ja väärt-paberituru spekulatsioonidesse. Aasia pangad üritasid majanduse ülekuumenemist peatada müües riiklikke võlakirju, et koguda kokku liigne hulk bahte turult, kuid see ei aidanud, kuna bahtide kokkuostmine paisutas intressimäärasid finantsturul ja see andis välisinvestoritele hoopis signaali uute investeeringute sissetoomiseks. Krugman (2009: 81) näeb kujunenud situatsiooni ühe lahendusena bahti vabastamist fikseeritud kursist, mis oleks kergitanud bahti hinda teiste valuutade suhtes ja oleks sellega bahti nõudlust valuutaturul vähendanud ja olukord oleks stabiliseerunud. Tai keskpank pidas seda aga halvaks ideeks, kuna kõrgema kursiga baht oleks tõstnud eksporditoodete hinda ja seega langetanud konkurentsivõimet turul. Suure rahahulga tõttu turul ei tõusnud küll valuuta hind kuid tõusid palgad, mille tõttu Tai oli kaotamas oma ekspordieelist ja riigi eksport hakkas langema. Ekspordi kasvu languses oli süüdi ka Hiina kes Tai peamise konkurendina devalveeris oma valuuta 1994 aastal ja saavutas sellega konkurentsieelise. Samas import Taisse kasvas jõudsalt ja tekitas sellega suure jooksevkonto puudujäägi. (Krugman 2009: 81)

Võeti palju dollarilaene ja konverteeriti kohalikku rahasse ning investeeriti enamasti kinnisvarasse. Valuuta seotus USD-ga andis näiliselt garantii. Kriisi põhiprobleemideks oli Tai bahti seotus USD-iga, Hiina valuuta alaväärtustamine 1996 ja USD kallinemine Jaapani jeeni suhtes (Soros 1999: 199)

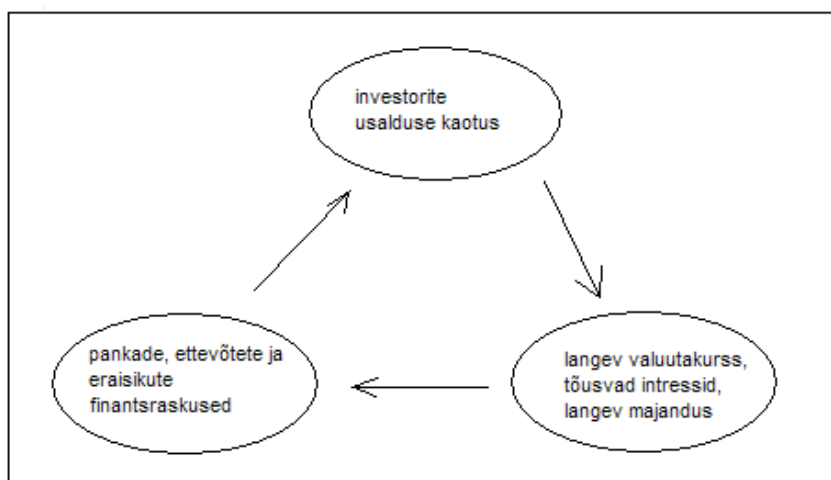
Paul Krugman (2009, lk 82-83) väidab, et Aasia kriisi üks võtmetegureid oli moraalariski (ingl. *moral hazard*) probleem ehk siis teisisõnu onupojapoliitika Aasia finantsasutustes. Leian, et moraalariski lahtiseletamine käesolevas töös on vajalik, kuna see sarnaneb paljuski teiste kriisidega kaasaskäivate riskikindlustustega.

Moraalirisk Aasia kriisi kontekstis tuleb välja kui vaatame lähemalt finantsinstitutsioone, mis tegelesid raha jaotamisega ehk siis laenude väljastamisega Tais. Paljuskki ei olnudki tegemist traditsiooniliste pankadega. Paljudel neist olid ainult mõned deponeerijad. Tai finantsasutused olid oma alguse saanud tänu poliitilistele sidemetele. Tihtipeale oli finantsasutuse omanik valitsusametniku lähisugulane. Sellest tulenevalt tundsid finantsasutuse juhid, et nende investeeringud on kaitstud, kuna halbade investeeringute korral leiab valitsus mooduse finantsasutuse väljaaitamiseks. Sellise kaitse varjus oli Tai finantsasutustel rohkem julgust anda eeldatavalt suurema tootlusega laene, mis reeglina olid seetõttu ka riskantsemaid. Samasugused ilmingud leidsid aset ka Indoneesias ja Hong Kongis. (Krugman 2009: 83; Soros 1999: 201)

Aastal 1996 ja aasta 1997 esimeses pooles hakkas välistel mõjutustel Tai majanduskasv raugema. Põhjusteks ekspordituru kahanemine millele aitas kaasa Jaapani jeeni langus. Mõned ärid läksid pankrotti ja halbade laenude tõttu lõppes ka mõne finantsasutuse tegevus. Välisinvestorid ei olnud enam valmis laene uuendama ega juurde laenama. Impordi jätkumise tõttu oli Tai keskpank vastupidiselt eelnevale tegevusele bahti kursi hoidmiseks sunnitud kokku ostma bahte, millega Tai keskpangal tekkis probleeme, kuna valuutareservid ei olnud piisavalt suured. Ainuke variant oleks olnud Tai keskpangal tõsta intressimäärasid, et jätkuvalt riiki meelitada välisinvesteeringuid, kuid probleem oli selles, et riigi majandus ei töötanud enam endise hooga mille tõttu püsis kartus, et intresside tõstmisel jäävad kohalikud finantsasutused hätta vahendite edasilaenamisega. Teine variant oleks bahti kurss vabaks lasta aga kuna kohalike finantsasutuste laenudes oli ka palju dollarilaene, siis bahti kursi langemisel dollari suhtes oleksid need asutused muutunud maksevõimetuks. Tai keskpank jäi äraootavale seisukohale tehes mitte midagi. Kuna äriühingondades oli selgeks saanud, et baht devalveerub varem või hiljem, siis hakati igal võimalikul moel müüma bahte ja soetama selle eest välisvaluutat või teise variandina laenati bahte ja osteti selle eest välisvaluutat. Sellised tehingud survestasid veelgi Tai keskpanka. Tai keskpank üritas bahti kurssi hoida fikseeritud kursil kuni valuutareservid olid otsas. Seejärel polnud teist valikut kui lasta bahti kurss vabaks mida ka tehti. (Krugman 2009: 84-88)

Kalkulatsioonide kohaselt oleks Tai baht pidanud langema umbes 15%, mis oleks Tai tooted turul jälle konkurentsivõimeliseks teinud ja majandus oleks vanaviisi edasi

läänud. Tegelikult kaotas Tai baht mõne kuuga poole oma väärtusest. Paul Krugman peab selle peamiseks põhjuseks Finantskriisi nõiaringi (joonis 3), kus usalduse kaotus investorite silmis langetab valuuta väärtust, tõstab intressimäärasid ja langetab majandusnäitajaid, mis omakorda tekitab finantsprobleeme pankadele, ettevõtetele ja eraisikutele. Finantsprobleemid omakorda vähendavad süsteemi usaldusväärsust ja ongi Paul Krugmani Finantskriisi nõiaring täis ja hakkab otsast peale. (Krugman 2009, lk 88-90)



**Joonis 3.** Finantskriisi nõiaring, allikas: Krugman 2009, lk 90, autori koostatud

Et finantskriisi nõiaringist pääseda ja baht stabiliseerida tõstis Tai keskpank laenuintresse. Bahti kursi languse tõttu sattusid raskustesse dollarilaenudega ettevõtted ja intressimäärade tõusu tõttu olid raskustes bahti laenudega ettevõtted. (Krugman 2009: 90)

Tai kriis laienes ka teistesse Aasia riikidesse peamiselt järgmistel põhjustel. Esiteks olid Aasia turud omavahel põimunud. Kui Tais lahvatas kriis, siis Indoneesia, kes eksportis kaupu Taisse kannatas kahjusid kuna tema eksport langes. Teiseks kui Tai valuuta väärtus langes, siis tema ekspordi potentsiaal kasvas, mille tõttu pidid naaberriigid, mis eksportisid arenenud riikidesse samu tooteid, vähendama oma kasumimarginaale või selle toote ekspordist loobuma. Kolmandaks ja peamiseks kriisi laienemise põhjuseks oli investeerimisfondide suhtumine regiooni kui ühtsesse tervikusse. Kui Taist tuli finantsid välja tõmmata siis pidi seda tegema ka näiteks Lõuna Koreas. (Krugman 2009: 93)

Lisapõhjustena võib välja tuua Hiina valuuta devalveerimist 1994 aastal ja Jaapani jeeni langust 1997 aastal, mis mõlemad vähendasid teiste naaberriikide konkurentsivõimet konkureerivates sektorites. Tegelikult olid kriisis osalenud riikide majanduslikud tasemed kohati väga erinevad. Näiteks Lõuna-Korea majanduslik tase võrreldes Indoneesiaga oli kordi kõrgem. Ometi tõi kriis neile mõlemale suure languse. Paul Krugmani arvates oli peamiseks põhjuseks nende riikide haavatavus. Aasia riigid olid suurte laenukohustuste all, mis olid võetud kasvuaegadel ja enamasti dollarites, mille tõttu ei olnud neil võimu reageerida majandusšokkidele. (Krugman 2009: 96-97)

IMF ja US Treasury sundisid Aasia riike tõstma intressimäärasid (majanduse elavdamiseks oleks pidanud langetama) spekulatsioonide kartuses. Valuutade kursi määravad peamiselt investorid, kes ostavad ja müüvad turul valuutasid, et osta – müüa võlakirju ja aktsiaid. Leidus ka inimesi, kes spekuleerisid valuutakursi muutuste endiga. Kui näiteks mingi riigi majandus oli languses, siis eeldasid spekulandid, et valuutat peagi devalveeritakse ja hakkasid seetõttu valuutat müüma, mis sunnib keskpangal tõstma laenuintresse (halvendaks majanduslikku olukorda veelgi) või devalveerida valuuta koheselt. Kolmas variant oleks panna piir rahvusvahelisele raha liikumisele. (Krugman 2009: 102)

Andrew Berg (1999: 3) jaotab peamised Aasia kriisi põhjused kahte kategooriasse. Esimene kategooria. Tai probleemiks oli kõrge jooksevkonto defitsiit ja valuuta mis oli liiga kõrgel kursil fikseeritud. Üldiselt oli kõikide kriisis osalevate riikide probleemiks kombinatsioon nõrgalt reguleeritud kohalikest finantsasutustest ja suurest välisinvesteeringute hulgast. Investorite teadmised investeerimisest arenevatesse turgudesse olid vähesed – samas investeeringute kogused olid suured. Kohalikud finantsinstitutsioonid ei suhtunud vastutustundlikult vahendite paigutamisel.

Teine kategooria. Vaatamata tõigale, et kriisis osalenud riikidel olid mõned struktuurilised ja makroökonomilised probleemid oli siiski tegemist täiesti toimiva majandusega, mille tõttu oleks olnud võimalik vältida pangapaanikaid. Enamuseel kriisiriikidel oli kõrge lühiajaliste laenude suhe SKP-sse, mille tõttu investoritel oli võimalus laenud kiirelt tagasi nõuda samas kui riigil polnud piisavalt vahendeid, et laene katta. Mingeid suuremaid struktuurilisi või riikliku poliitika muudatusi ei oleks vaja olnud teha, et et ära hoida tekkinud probleeme. Tormijooks elujõulistele pankadele

oleks saanud ära hoida tagades pankadele likviidsed vahendid ja kinnitada investoritele, et nende investeeringud on kaitstud. (Berg 1999: 5)

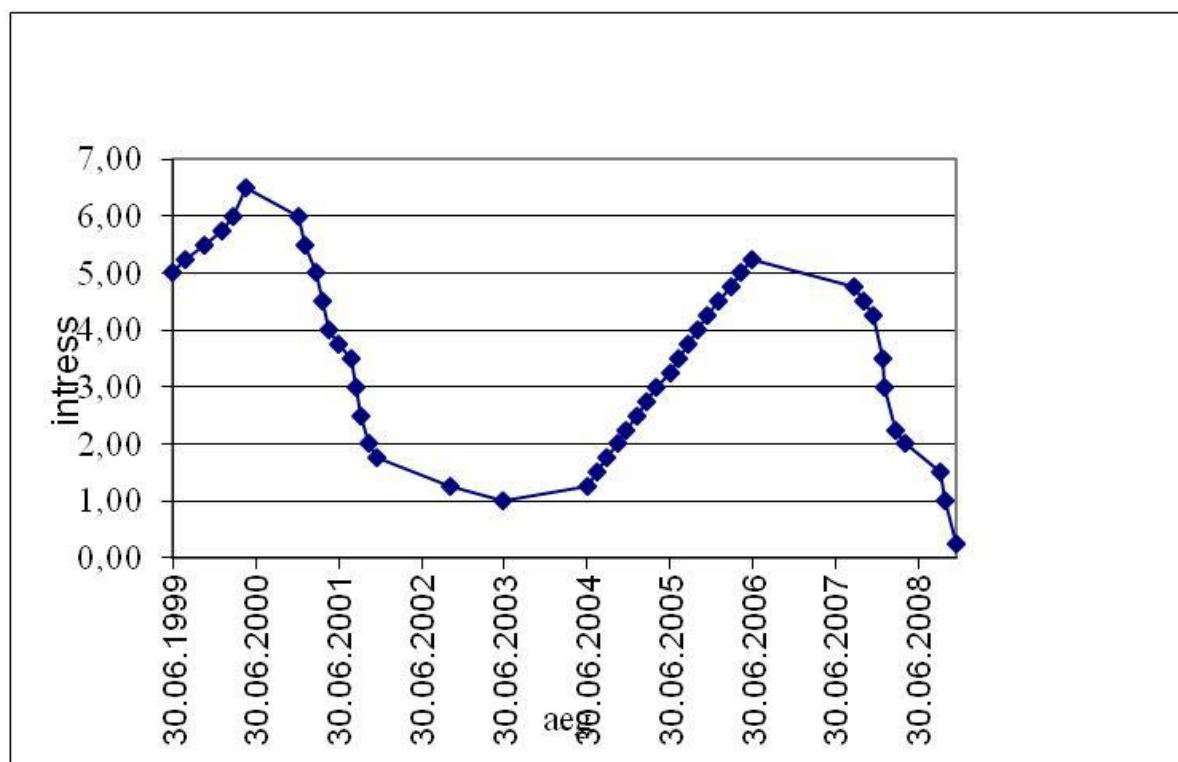
Tai kriisi põhjuste kohta saab teha järgneva kokkuvõtte. Kriisile eelnenud perioodi iseloomustab kapitali suur sissevool, millest tulenevalt raha hulk Tai turul tõusis. Suurenenud finantsvõimalused andsid võimaluse spekulierida nii kinnisvaraturgudel kui ka väärtpaberiturgudel, mida ka tehti. Tai finantsasutuste halb reguleeritus ja samas seotus riigiametnikega andis finantsasutuste omanikele võltstagatise, millest lähtuvalt julgesid Tai finantsasutused suuremaid riske võtta. Tai kriisi teiseks probleemiks oli fikseeritud valuutakurss USD suhtes, mille tõttu oli Tai keskpanga võimalused vastata spekulatiivsetele rünnakutele piiratud. Lisaks oli fikseeritud kurss liiga kõrge, mille tõttu Tai ekspordi võimalused olid madalad eriti kui samal ajal konkureerivad Hiina ja Jaapani valuutad devalveerusid.

#### **2.1.5 Ameerika Ühendriikidest 2007. aastal alanud majanduskriis**

2007. aasta majanduskriis sai väidetavalt alguse Ameerika Ühendriikide kinnisvaramulli lõhkemisest. Kriisile eelnenud aastatel julgustas George Bushi administratsioon vähendama nõudeid laenu võtjatele kinnisvara ostuks laenu andmisel.

2007. aasta USA-st majanduskriisi vallandanud finantskriisi peamiseks põhjuseks peetakse kinnisvaraturu ülekuumenemist, mis oli eelkõige tingitud kahe huvigrupi tegevusest. Need huvigrupid olid kinnisvara omajad ja investorid. Kinnisvara omanikud paikasid finantsturule suurel hulgal kinnisvaralaene ja investorid suurel hulgal raha. Laenude tagatiseks oli kinnisvara. Investorite rahaga opereerisid finantsinvesteeringutega tegelevad finantsinstitutsioonid nagu riiklikud fondid, pensionifondid, kindlustusfirmad ja investeerimisfondid. Finantsturg on koht kus saavad kokku investeerijad laenu andjana ja kinnisvara soetajad laenu võtjana. Finantsturu kõige tüüpilisemad institutsioonid on pangad. Ajani mil Ameerika Ühendriikide Föderaalreservi riiklikke võlakirjade intress langes 1 protsendini oli suur osa Ameerika Ühendriikide investoreid nõus investeerima nendesse võlakirjadesse kui ühtedesse kõige usaldusväärsematesse võlakirjadesse. Nagu joonisel 4 on näha hakkas Ameerika Ühendriikide Föderaalreserv alandama intressimäära 2000. aastal, mil lahvas

väärtpaberituru kriis. Ameerika Ühendriikide Föderaalreservi võlakirja intress oli alandatud 2003 aastaks 1 protsendini, et hoida Ameerika Ühendriikide majandust tugevana ja vältida ühtlasi hindade deflatsiooni. Krugmani hinnangul tõi laenuintressi alandamine Ameerika Ühendriigid välja 2000 aasta väärtpaberituru kriisist ja kandis selle üle kinnisvarakriisiks. (Krugman 2009, lk 152)





Selle tulemusena oli Ameerika Ühendriikide finantsturud üle ujutatud odava rahaga. (Kemme 2012: 1005) Kinnisvaralaenud tundusid ühed kõige kindlamad raha paigutamise võimalused, kuna laenud olid tagatud kinnisvaraga ja kinnisvara hinnad tõusid pidevalt. Algselt anti laene kinnisvara ostuks usaldusväärsetele klientidele, kellel oli ette näidata laitmatu krediitajalugu, lisaks töökoht ja võimalus maksta sisse ka esmane makse.

Pangad jaotasid antud laenud vastavalt riskiastmetele peamiselt kolmeks laenukohteks *collateralized debt obligations* (CDO): head laenud, normaalsed laenud ja riskantsed laenud. Heade laenude intressi protsent investeerijatele oli keskmisest madalam, kuna nende laenude riskitas oli väiksem. Reitinguagentuurid hindavad nn head laenud AAA reitinguga ehk siis kindlateks investeringuteks tegelikkuses päris täpselt mõistmata mis laenudega on tegu. (Krugman 2009, lk 150)

Seevastu riskantsete laenude intress oli kõrgem kuid sellega kaasnes ka risk, et kõiki laene tagasi ei maksta. Lisaks kindlustasid investorid oma laenud (CDS -credit default swap), et olla kindlad kasumi teenimises ka siis kui laenu võtjad oma kohustusi ei täida. Pank müüb oma tooted investoritele, teistele pankadele ja fondidele ja teenib selle pealt suuri kasumeid.

Kindla taustaga laenuvõtjate hulk turul oli otsa saamas. Investorite surve finantsturul ainult tõusis. Selles nägid pangad võimalust tulusateks finantstehinguteks, mille tõttu otsustati USA valitsuse soovitusel lõdvendada nõudeid kinnisvara ostjatele. Kuna pangad olid kindlad, et kinnisvara hindade tõus jätkub, siis ei näinud nad probleemi selles, et laenu soovijate tausta enam nii põhjalikult ei uurita ja samuti loobutakse sissemakse nõudest. Lisaks olid ka eraisikud ehk siis kodulaenu võtjad kindlad, et kinnisvara hinnad jäävad tõusma ka pikemas perspektiivis ja ei vaevunud seetõttu oma laenuvõimekust põhjalikumalt analüüsima. (Kemme, 2012 lk 1005) (Krugman 2009, lk 148 –149)

Sellega algas Ameerika Ühendriikide kinnisvaralaenu turul uus laenude andmise laine, mida nimetatakse *sub-prime mortgages* – madala krediitdireitinguga kinnisvaralaenud. Selliste riskantsete laenude väljastamine on paljude teadlaste arvates pöördepunkt finantsturu usaldusväärse kaotamisel. Üks peamisi probleemide tekkimise põhjusteks

arvatakse olevat ka derivatiivinstrumendid ehk siis antud juhul krediidikindlustused (*credit default swap* (CDS)) laenutoodetele, mis muutsid laenud investeerimispankuritele ja investeerimisfondidele atraktiivseks ja risk tundus olevat kaetud. (Raig. I, 2010), (Krugman 2009, lk 149)

Kui Ameerika Ühendriikide finantsturg ja seeläbi kõik üleilmsed investorid, kes sellel finantsturul osalesid olid üle ujutatud riskantsete laenudega hakkasid ilmnema esimesed probleemid. Paul Krugmani (2009, lk 150) sõnul hakkas kinnisvaraturg näitama esimesi probleemide märke aastal 2006. Nii nagu oodatavalt riskantsete laenudega võib juhtuda kaotasid laenu võtjad võimaluse laenu teenindada, mille tulemusena laenu andja sai enda omandusse tagatise, milleks oli kinnisvara. Algselt ei nähtud selles probleemi, kuna kinnisvara hinnad olid endiselt tõusuteel ja kinnisvara müük tagas laenu omanikule tema kasumi. Kuna finantssüsteemis riskantsete laenude osakaal oli suhteliselt suur, siis järjest enam ilmes laenu võtjail raskusi laenude tagasimaksmisel, mille tõttu järjest rohkem kinnisvara paisati turule müügiks. Riskantsete laenude tagatiseks olevate majade kinnisvaraturule paiskamine tekitas kinnisvaraturul ülepakkumise, mille tulemusena kinnisvara hinnad enam ei tõusnud vaid hoopis hakkasid langema. Kuna kinnisvara hindade langus oli kuni 70%, siis investeerimispankurid ja fondid said laenudest oodatud kasumi asemel hoopis suure kahju osaliseks. Kuna suur osa laenudest oli kindlustatud, siis pöörduti kindlustajate poole. Kuna halbade laenude hulk oli enneolematult suur, siis kindlustusfirmad ei suutnud oma lepingut krediidikindlustuse osas täita. Tulemuseks oli mitme krediidikindlustusfirma pankrotistumine. Finantsvahendajatele müüdud riskantsete laenude suur osakaal põhjustas nende finantsvahendajate makseraskused ja ka pankrotistumised. Üks suuremaid pankrotistunud investeerimispanku Lehman Brothers viis endaga kaasa ka suure osa Deutsche Banki ja ka Eestis resideeruva Swedbanki Ameerika Ühendriikides tehtud investeeringutest. (Raig. I, 2010) Lõpptulemusena kaotasid paljud investorid üle maailma oma säästud ja finantsturg oma usalduse investorite silmis. Tulemuseks oli finantsturu „külumine“, kus usalduse puudumise tõttu tehti minimaalses koguses finantstehinguid. (Jarvis. J, 2010)

Üheks kriisi põhjuseks peab Paul Krugman võlakirju, mis leiutati Lehman Brothers poolt aastal 1984 ja mille nimeks oli oksjon-intressiga võlakirjad (ingl. auction-rate

security). Need olid 30-40 aastased võlakirjad, millele tehti iga nädal oksjon. Oksjonil müüdi nende osalust, kes tahtsid oma võlakirjadest loobuda ja intressi määras oksjon. Nii oli pangal tagatud pikaajaline laen ja laenu andjal tagatud näiliselt võimalus iga hetken pikaajaline laen tagasi küsida. Pangad kasutasid oksjon-intressiga võlakirja süsteemi vilkalt ja seetõttu oli aastaks 2008 seda tüüpi võlakirjade all Ameerika Ühendriikides 400 miljardit USA dollarit. Kriisi ajal tahtsid paljud oma raha välja võtta kuid keegi polnud oksjonil nõus neid asendama. Oksjoni luhtumisel oli pank võtnud endale kohustuse maksta kõrget intressi (näiteks 15% aastas). Seda ei olnud pangad ette näinud, et oksjonil osalejatest puudu tuleks. Kuna tegemist ei olnud traditsionaalsete pangadeposiitidega, siis Ameerika Ühendriikide Föderaalreservi kindlustus nendele võlakirjadele ei laienenud. Krugman nimetab seda varipanganduse süsteemiks (ingl. *shadow banking system*) (Krugman 2009, lk 158-160)

Aastaks 2007 oli Ameerika Ühendriikides nn varipanganduse süsteemis 4 triljonit USD kui tavapanganduses oli 6 triljonit USD. Need 4 triljonit ei olnud kaitstud ja valvatud Ameerika Ühendriikide Föderaalreservi poolt ja seetõttu suure riskiga, mida investorid ei pidanud nii oluliseks. Samas USA valitsus oleks pidanud reguleerima varipanganduse tegevuse, et ära hoida võimalikku kriisi. Georg Bushi valitsus kasutas oma võimu, et keelata osariikidel piirangute ja kontrolli kehtestamine kinnisvara laenudele. (Krugman 2009, lk 161-164)

2007 aasta kriisile eelnes suur finantskapitali sissevool Aasia kapitaliturgudelt ja Lähis-Idast. Lisaks väliskapitalile tegi Ameerika Ühendriikide Föderaalreserv odavaks laenamise keskpangast madala laenuintressi näol. Ameerika Ühendriikide valitsuse toetus kinnisvaralaenudele nõuete pehmendamiseks andis hoo sisse kinnisvaralaenude buumile. Buumile aitasid kaasa riskikindlustused, mis näiliselt kindlustasid laenu andjaid võimalike probleemide puhuks laenu tagastamisel. Selline kindlustus toimib üksikjuhtumite puhul, kuid massilise laenuvõlgnike hulgaga ei osanud arvestada ei laenu andja ega kindlustaja. Lisaks oli Ameerika Ühendriikide finantsturule ilmunud hulk uusi finantsinstrumente nagu oksjon-intressiga võlakirjad, CDS-id ja teised sarnased skeemid, mis ei allunud Ameerika Ühendriikide Föderaalreservi kontrollile, mille tõttu oli instrumentide loojail võimalik tegutseda vastutustundetult oma kõige parema äranägemise ehk kõige kasumlikuma äranägemise järgi.

Ameerika Ühendriikide kinnisvaraturu languse mõju Euroopas ja Aasias näitab selgelt finantsvahendite omavahelisest ülemaailmsetest seostest. Ühtlasi mõjutas maailma ühe suurema majanduse Ameerika Ühendriikide nõudluse langus kaubanduspartnerite eksporti, mille alanemine tekitas majanduslikke tagasilööke nendes riikides.

## **2.2. Vaadeldavate kriiside analüüs**

Punktis 2.1. uuritud viie majanduskriisiga seonduvad tegurid on kokkuvõtlikult välja toodud alljärgnevas tabelis 2. Tabelis on toodud välja uuritavate kriiside lõikes kapitali liikumine kriisile eelnevalt, laenuintress ja vahetuskurss, poliitiline kliima ja finantsinstitutsioonide reguleeritus. Lisaks on välja toodud punktis 2.1. kirjeldatud materjali põhjal leitud peamised kriisi põhjused ja riikide tegutsemine kriisis. Käesoleva alapeatüki alljärgnevad järeldused ja kokkuvõtted on tehtud alapeatükis 2.1. kirjeldatu ja alloleva tabeli 2 põhjal.

**Tabel 2.** Uuritavate majanduskriiside omavaheline võrdlus

| Kriisi nimetus                                 | Kapitali liikumine kriisile eelnevalt   | Laenuintress ja vahetuskurss   | Poliitiline kliima, finantsinstitutsioonid  | Peamised kriisi põhjused   | Kriisis tegutsemine  |
|--|---|--|---|--|--|
| Tulbisibula maania                             | finantsvahendite sissevool hõbeda vermimise näol ja lisavahendid Prantsusmaalt  | ei ole teada   | ei ole teada  | liigne raha hulk, rikastumiseufooria   | seadus spekulatsioonide keelustamiseks.  |
| Ameerika Ühendriikide 1929 suur depressioon    | finantsvahendite sissevool ülehinnatud dollari ja kullastandardi tõttu  | USD kurss liiga kõrge, laenuintress kriisieelselt madal ja järgselt kõrge  | poliitiline kliima stabiilne, finantsasutusi palju ja osalise reguleeritusega   | liigne raha hulk enne kriisi ja väike raha hulk peale kriisi, ületootmine, kõrge laenuintress, kullastandard | kullastandardist loobumine, pankade restruktureerimine, raha lisamine turule                                   |
| Mehhiko 1994 aasta peso kriis                  | tänu vabakaubanduslepele suur investeeringute sissevool eelkõige USA-st   | peso oli fikseeritud USD ga kõrgemale oma tegelikust tasemest, laenuintress kriisieelselt madal ja kriisijärgselt kõrge                  | poliitiline kliima halb (ülestatud ääreprovintsis, presidendikandidaadi mõrv), finantsasutused korrumpeerunud, investeeringute paigutus meelevaldne | suur riigivõlg, ebastabiilne poliitiline keskkond, peso fikseeritud kurss                                    | peso devalveerimine - hiljem ujuvkurss, USA peso ostud turult ja laenud Mehhikole majanduse stabiliseerimiseks |
| Tai 1997 Aasia kriisis                         | kuna intressimäärad olid mujal maailmas madalad ja Aasia "tärkavad turud" lubasid suuri kasumeid, siis kapitali sissevool oli suur. | bahti kurss oli fikseeritud USD-ga liiga madalal tasemel, laenuintressi ei julgetud tõsta, pärast bahti kursi vabanemist intress tõsteti | poliitiline kliima oli stabiilne, finantsasutused seotud riigiametnikega - tundes seljatagust tehti riskantsemaid tehinguid                         | bahti fikseeritud kurss, Tai keskpanga tegevusetus, onupojapoliitikaga finantsasutused                       | bahti vabastamine fikseeritud kursist  |
| Ameerika Ühendriikide 2007 aasta majanduskriis | finantsvahendite liikumine Aasia ja Lähis-Ida turgudele, millele lisandus odavad omavahendid  | vahetuskurss ujuv, laenuintress madal  | poliitiline kliima stabiilne, finantsturule tulnud uued kontrollimatud instrumendid (oksjon-intressiga võlakiri jne.)                               | kinnisvaraturu ülekuumenemine, laenude kindlustused, varipangandus, suur riigivõlg                           | abipaketid pankadele, turule raha juurdetrükkimine   |

Allikas: Autori koostatud peatüki 2.1. põhjal

### 2.2.1. Kapitali liikumine

Vastavalt peatükis 2.1. kirjeldatule saab järeldada, et käesolevas töös vaadeldud majanduskriise ühendab eelkõige kriisile eelnenud kiire majanduskasvu periood. Kõigi kirjeldatud kriiside puhul on kriisile eelnenud perioodil toimunud märgatav finantsvahendite sissevool. Tulbisibula maania puhul vermiti suures koguses hõbemünte tänu hõbeda impordi kasvule. 1929. aasta Suurele Depressioonile eelnevalt toimus finantsvahendite sissevool ülehinnatud dollari ja kullastandardi tõttu. Lisaks vähenesid märgatavalt investeeringud partnerriikidesse, kuna USA turule tundus olevat kasulikum investeerida. Mehhiko kriisi eelselt aitas USA Mehhikol restruktureerida oma võlad. Lisaks oli ettevalmistamisel vabakaubanduslepe Mehhiko ja USA vahel. Need muutused löid soodsa pinnase investeeringute sissevooluks. Tai kriisile eelnes finantsvahendite sissevool, kuna mujal maailmas olid intressimäärad madalad ja investorid otsisid uusi tasuvaid investeerimise võimalusi. Selleks võimaluseks kujunesid Aasia tärkavad turud. 2007. aastal alanud majanduskriisi puhul toimus finantsvahendite sissevool Aasia ja Lähis-ida turgudelt millele lisandusid odavad omavahendid. Finantsvahendite sissevool turule tekitab vastupidise nõiaringi Paul Krugmani kirjeldatud finantskriisi nõiaringile. Tekib finantsbuumi nõiaring (vt joonis 5) kus pankade, ettevõtete ja eraisikute finantsvõimalused suurenevad, mille tõttu eraisikud tarbivad rohkem ja ettevõtted toodavad rohkem, mis väljendub majanduskasvus.



**Joonis 5.** Finantsbuumi nõiaring. Allikas: autori koostatud

Majanduskasv annab investoritele lootust paremale investeeringu tootlusele, mis toob omakorda piirkonda finantsvahendeid juurde. Siinkohal on käesoleva töö autori hinnangul oma panus ka käesoleva töö peatükis 1.2.3. kirjeldatud finantssüvenemisel. Järjest suurenev raha hulk maailma finantsturul suurendab majanduse ebastabiilsust. Buumi kõige viimases etapis muutub massiliseks finantsvõimendustega tehingute kasv.

Kriisi alguses toimuvad finantsvahendite vastupidised liikumised ehk siis käivitub joonisel 3 näidatud „finantskriisi nõiaring“ kus investorite usalduse kaotus tingib tõusvad laenuintressid ja langeva majanduse ning see omakorda tingib regiooni pankade ja ettevõtete finantsraskused. Investorite usalduse kadumise üheks põhjuseks võib pidada alapeatükis 1.1.2. kirjeldatud Keynesi teooriat investeeringute efektiivsuse languse kohta, kus buumi hilisemas staadiumis optimistlikud ootused investeeringute kõrge tasuvuse kohta tõstavad investeeringute mahtu ja suurendavad tootmiskulusid, mis omakorda tõstavad laenuintressi. Kui investorid näevad, et nende investeeringud ei teeni oodatud tulu, langeb ülioptimistlik investeeringutega üleküllastatud turg kiiresti. Lisaks investeeringute väljatõmbamisele väheneb ka finantsinstitutsioonide omavaheline usaldus, mis viib krediidituru külmumiseni.

### **2.2.2. Vahetuskurss ja laenuintress**

Kokkuvõtteks peatükist 2.1. tuleneb, et Suurt Depressiooni, Peso kriisi ja Tai kriisi iseloomustab veel nende valuutade fikseeritus. Suure Depressiooni eelsel ajal ja kriisi kestel oli USD seotud kullastandardiga. Peso kriisil oli peso fikseeritud kindla kursiga USD-ga ja Aasia kriisis Tai bahti kurss oli samamoodi fikseeritud USD-ga. Fikseeritus kulla või teise riigi valuutaga tekitas komplikatsioone kõikide monetaarsete instrumentide kasutamisel kriisi vältimisel või sellega võitlemisel. Suure Depressiooni vältel ei olnud võimalik kullastandardiga seotuse tõttu lihtsalt raha hulka suurendada, mida kriisi leevendamiseks majandusteadlased soovitasid ja mis kriisi lõpus ka tehti koos kullastandardist loobumisega. Peso kriisi puhul oli suureks probleemiks lisaks sellele, et peso oli seotud USD-ga fakt, et kurss oli liiga kõrge, mille tõttu import kasvas, kaubad kallinesid aga eksport kiratses kuna kõrge kursi tõttu ei olnud kaubad välisurul konkurentsivõimelised. Kriisi vallandas peso devalveerimine 15% võrra,

millest tulenes investorite paanika ja rünnakud pesole. Mehhiko võimetuse tõttu šokke absorbeerida oli Mehhiko sunnitud kursi fikseeritusest vabastama, mille tõttu peso langes 50% oma esialgsest väärtusest dollari suhtes ja investorid põgenesid. Sarnane tsenaarium oli ka Tai bahtiga, mis oli samuti fikseeritud USD-ga. Tai majanduse ülekuumenemise oleks taltsutanud Paul Krugmani sõnul bahti vaba kurss buumi ajal, mis oleks bahti hinna valuutaturul tõstnud ja sellega oleks huvi bahti vastu langenud. Fikseeritus aga sundis Tai keskpanka bahte juurde trükkima, mis põhjustas ülemäärase rahahulga. Kriisiperioodil oli selge, et bahti ootab devalveerimine, mis suurendas spekulatsioone bahti suhtes valuutaturul ja ühtlasi sundis Tai keskpankal baht vabastama fikseeritud kursist. Tai baht langes poole võrra oma endisest väärtusest ja valmistas sellega suuri raskusi dollarilaenudega pankadele ja riigile. Kriisile järgnevalt sundis IMF Tai keskpanka ja ka Mehhikot tõstma laenuintresse, et teha lõpp investeeringute riigist väljavoolule. Intressimäära tõstmine raskendas jällegi kohalikus valuutas laenu võtnud tootjate olukorda. Vastupidiselt eelnevatele kriisidele on käesoleva 2007 alanud majanduskriisi puhul USD olnud kogu kriisile eelneva perioodi ja kriisi vältel ujuva kursiga. Ameerika Ühendriikide Föderaalreservi laenuintress on alates 2006 aasta maist viielt protsendilt langetatud 2008 aasta detsembriks vahemikku 0-0,25 % kuhu ta on jäänud siiani. Ülimadal laenuintress on ilmselgelt suunatud sisetarbimise elavdamisele.

### **2.2.3. Poliitiline stabiilsus ja finantsinstitutsioonid**

Kolmekümnendate aastate Ameerika Ühendriikide poliitiline olukord oli stabiilne, eriti veel buumiaegsel perioodil kui majandus kasvas ja inimeste elujärg oli paranemas. 1914 oli loodud Föderaalreserv pankade pankuriks, kes raskustesse sattunud panku pidi toetama lühiajalise sularaha abiga kui seda oleks vaja olnud. 1929 aasta keskpaiku tegutses Ameerika Ühendriikides ligi 25000 panka.

Seevastu Mehhiko poliitilist stabiilsust kõigutas presidendikandidaadi mõrv ja ülestõus ühes Mehhiko provintsis. Lisaks korrumpeerunud pangandus kriisieelsel perioodil. Poliitiline ebastabiilsus mängis kriisi süvenemisel suurt rolli. Lisategur kriisi süvenemisel oli kogematus peso devalveerimisel.



Tai poliitiline olukord oli kriisieelsel perioodil stabiilne. Seevastu finantsasutused olid tugevasti seotud riigiametnikega. Finantside sissevool riiki oli suur ja samas finantsasutuste investeerimiskogemus oli väike. Lisaks kesisele investeerimiskogemusele andis seotus valitsusametnikega finantsasutustele julguse sooritada riskantsemaid finantstehinguid. Kriisi süvendas Tai keskpanga tegevusetus ja bahti devalveerimine alles siis kui teist väljapääsu ei olnud.

Ameerika Ühendriikide 2007 aasta poliitiline olukord oli üldiselt riigi seesmiselt stabiilne. Olukorda destabiliseeris 2001 aasta terrorirünnak NewYorgi kaksiktornidele. Samas harrastab Ameerika Ühendriigid sõjategevust mitmel pool väljaspool Ameerika Ühendriike, mis nõrgestab riigi majanduslikku seisu. Sõjatööstus loob küll täiendavaid töökohti ja loob lisandväärtust, kuid samas tühjendab ka riigi kassat. Finantsasutustest pangandus on üldiselt hästi reguleeritud ja pankadesse deponeeritud raha Ameerika Ühendriikide Föderaalreservi poolt kaitstud. Seevastu oli turule tulnud hulk tavadeposiitidest erinevaid finantsinstrumente näiteks oksjon-intressiga väärtpaberid. Buumiaegset perioodi iseloomustab ka suur tuletistehingute kasutuselevõtt laenukindlustuste näol. Uut sorti finantsinstrumendid olid reguleerimata ja seetõttu destabiliseerisid finantsturgu.

Nii Mehhiko kui ka Tai puhul puhul oli finantssektoris probleemiks vähene reguleeritus, millele lisandus korruptsioon Mehhiko pankades ja moraalarisk Tai finantsasutustes. 2007. aasta kriisi puhul oli suureks probleemiks ja ehk ka üheks kriisi peamiseks põhjuseks uued alareguleeritud finantsinstrumendid. Käesoleva töö peatükis 1.2.4. on välja toodud George Sorose seisukoht, et finantsturg on oma loomult ebastabiilne ja vajab seetõttu reguleerimist. Lisaks on samas alapeatükis välja toodud Stiglitz'i seisukoht, et eelkõige panganduses on probleem vales motivatsioonis. Lühiajalised kasumid on olulisemad kui pikemad. Pangandus ei suuna raha sinna, kus oleks ühiskonnale kõige suurem kasu. Käesolevas töös uuritavate kriiside üheks peamiseks põhjuseks on halb reguleeritus finantsturul, mille tõttu nõustub töö autor ülalkirjeldatud Sorose ja Stiglitz'i seisukohtadega. Finantsinstitutsioonid vajavad tugevat reguleerimist, et ära hoida majanduskriise tulevikus.

#### **2.2.4. Peamised kriiside põhjused ja riikide tegutsemine kriisis**

1930 aasta suure depressiooni peamisteks põhjusteks peetakse liiga suurt raha hulka kriisile eelneval perioodil ja liiga kiiret raha kadu turult kriisi vältel. Raha kadu tekkis eelkõige kahel põhjusel – esiteks turuosalised võtsid pankadest sularaha välja ja vähendasid sellega raha hulka turul ja teiseks Föderaalreserv keeldus turule piisavas koguses vaba raha lisamast. Mehhiko ja Tai kriisi puhul vähenes raha hulk turul eelkõige välisinvestorite paanilise lahkumise ja Tai, Mehhiko ebapiisavate valuutareservide tõttu. 2007. aasta majanduskriisi puhul on stsenaarium sama, kus raha hulk turul kasvas kriisieelsel perioodil tänu madalale intressimäärale ja välisinvestorite suurele huvile ja hiljem kahanes. Raha hulga suurenemisele on aidanud kaasa finantssüvenemine, mis tähendab, et finantsvarad on kasvanud kiiremini kui reaalsed varad. Kriisis käitumise mustrid on erinevatel riikidel erinevad. Arenguriikidena Mehhiko ja Tai olid sunnitud peamiselt IMF ja teiste kriisilaenajate survele vähendama valitsuskulutusi ja tõstma intressimäärasid ja makse. Vastupidiselt on aga mõlemal korral tegutsenud Ameerika Ühendriigid, kes küll on lubanud mõlemal korral vähendada valitsuskulutusi aga pole seda siiski suutnud teha. Suure Depressiooni lõpuperioodil 1933 presidendiks saanud Frankl'n Roosevelt viis sisse hulga kalleid programme majanduse elavdamiseks, vaesusesse langenud elanikkonna toetamiseks ja panganduse, tööstuse kontrolliks. Samamoodi käitub ka tänapäeval Ameerika Ühendriikide valitsus. Vastupidiselt arenguriikidele peale surutud intressimäära tõusule on Ameerika Ühendriigid langetanud intressimäära vahemikku 0-0,25 %. Võrreldes Suure Depressiooni aegset ja tänapäeva Ameerika Ühendriike välisvõla seisuga, siis 1930 aastal moodustas Ameerika Ühendriikide välisvõlg 20% selle aja SKP-st. Samas 2008 aasta Ameerika Ühendriikide välisvõlg oli 69,2% SKP-st ja ennustuste kohaselt tõuseb 2011 aastaks Ameerika Ühendriikide välisvõlg üle 100% riigi SKP-st. Nii kõrge riigi võlg tähendab reeglina riigi vähenevat usaldust investorite silmis, millest võiks tuleneda edaspidi investeeringute väljavool ja majanduskriisi jätkumine.

## KOKKUVÕTE

Käesoleva töö esimeses osa esimeses pooles sai lahti kirjutatud üldised majanduskriisidega seotud mõisted. Lisaks on käsitletud majanduskriisidega seonduvaid teooriaid ja majandustsüklite teooriaid. Majanduse tsüklilisusest tingitud langusfaasid ei pruugi olla küll majandusteaduse mõttes majanduskriisid, kuid nii nagu majanduskriisigi iseloomustab seda langusfaasi SKT langus. Samas on käesoleva töö autori arvates selge, et regiooni erinevad riigid, majandussektorid või ettevõtted sisenevad kriisi ja väljuvad sellest reeglina erinevatel aegadel kui seda oleks majandusteaduse mõttes majanduskriisi algus või lõpp. Selle tõttu on töös käsitletud ka majandustsükleid.

Töö esimese osa teises pooles käsitletakse järgmiseid majanduskriiside teket soodustavaid tegureid. Refleksiivsust, millest lähtuvalt tulevikutehingud ja tegelikud majandussündmused on omavahelises sõltuvuses ja mis muudab seeläbi finantsturud ebastabiilseks. Finantsvõimendust- mõningate majandusteadlaste arvates üks peamisi majanduskriiside tekke põhjusi. Lisaks käsitletakse tuletistehinguid, mis on väidetavalt üks peamisi põhjusi 2007. aasta majanduskriisi tekkel. Tuletistehingud krediitkindlustuse näol kindlustab näiliselt krediidi andjat krediidivõtja maksejõuetuse vastu, kuid tegelikkuses suuremate languste puhul kindlustus ei toimi. Lisaks investoreid pimestavale efektile muutus krediitkindlustus ise spekulatsiooniks tekitades reguleerituse puudumise tõttu suuri kõrvalekaldeid finantsturul. Alapeatükis 1.2.3. kirjeldatud finantssüvenemine (finantsvarade kiirem kasv võrreldes majanduse tegeliku kasvuga) on käesoleva töö autori arvates üks tänapäeva kriiside soodustavaid tegureid - suur raha hulk turul soodustab majanduse volatiilsust ja soodustab spekulatsioonist turul. Finantsinstitutsioonide (omavahelist) usalduse puudumine ilmneb kriisiperioodil ja väljendub eelkõige krediiditurul külmumises. Teoreetilise osa viimases alapeatükis leitakse, et riikide eesmärgid ja seetõttu ka käitumised majanduskriisis on erinevad. Kui ühtede riikide peamine eesmärk on hoida fiskaalkulutused madalad ja oodata turu iseregulatsioonist tulenevat majanduskriisist väljumist, siis teised riigid

suurendavad fiskaalkulutusi reeglina laenates, et elavdada majandust riiklike tellimuste ja programmide läbi.

Empiirilise osa esimeses pooles kirjeldati viit tuntud majanduskriisi (Hollandi tulbisibulamaania, Suur Depressioon, Mehhiko kriis, Tai Aasia kriisis ning 2007 aastal USA-st alanud majanduskriis). Kirjelduses toodi välja kriisi eellugu, kriisi käik ja konkreetse kriisi iseloomulikud jooned ning kriisi võimalikud põhjused. Hollandi Sibulamaania puhul suurenes kriisile eelnevalt raha hulk turul ja kriisi peamiseks põhjuseks võib pidada spekulatsiooniga kauba küllastumist turul. Suurele Depressioonile eelneval perioodil toimus rahahulga suurenemine osaliselt tänu kullastandardile, aga ka tänu Ameerika Ühendriikide Föderaalreservi sõjajärgsele inertsist tingitud raha lisamisele. Ühtlasi kullastandardil olev dollar piiras Föderaalreservi võimalusi kasutada kõiki monetaarseid vahendeid kriisi ohjeldamiseks. Mehhiko kriisi iseloomustas samuti kriisile eelnenud investeeringute juurdevool. Mehhiko peamiseks probleemiks võib pidada tema arengumaa staatust, poliitilist ebastabiilsust, finantsinstitutsioonide vähest reguleeritust, korruptsiooni ja oskamatus läbi viia rahanduspoliitilisi muudatusi. Tai kriisi iseloomustab samuti kriisile eelneval perioodil suur finantsvahendite sissevool. Poliitiliselt oli Tai Mehhikost stabiilsem, kuid finantssüsteemi kehva reguleerituse ja kontrolli tõttu olid finantsasutused ebausaldusväärsed. Lisaks oli Tail samuti arengumaa staatus, kuigi buumi perioodil nimetati Aasia turge hellitavalt "Tähtsateks turgudeks". Lisaks andis valuutaspekulantidele võimaluse spekulatsiooniks Tai keskpanga tegevusetus. 2007. aastal alanud Ameerika Ühendriikide majanduskriisi eelset poliitiliselt muidu stabiilset keskkonda raputas 2001. aasta 11. detsembri terrorirünnak. Lisaks nõrgestavad majanduslikku keskkonda Ameerika Ühendriikidest väljaspool peetavad sõjad ja suur riigivõlg. Kriisi algusperioodi iseloomustas suur finantsvahendite sissevool Lähis-Idast ja Aasia finantsturgudel. Suure raha hulga tõttu otsiti paaniliselt investeerimisvõimalusi, milleks kõige sobivam ja kindlam tundus olevat kinnisvaraturg. Loodi kunstlik nõudlus laenude väljalaenamise nõuete vähendamisega. Laenud tehti atraktiivseks investoritele laenude väärtpaberistamisega ja krediitkindlustustega, mis tegelikkuses kindlustusena ei toiminud. Lisaks andsid reitinguagentuurid laenudele kõrged krediitireitingud suutmata hinnata tegelikke suurest laenu hulgast tulenevaid riske. Finantsasutuste poolt loodi suur hulk erinevaid keerulisi alareguleeritud

finantsinstrumente. Kinnisvaraturg langes kokku, kuna halbade kinnisvaralaenude hulk ületas kriitilise piiri, mis tekitas lumepalli-efekti.

Käesoleva töö teise osa teises pooles võetakse kokku viie kirjeldatud majanduskriisi peamised näitajad milledeks on kapitali liikumine kriisile eelnevalt, laenuintressi liikumine enne ja pärast kriisi ning kriisis osaleva riigi vahetuskursiga seonduvad probleemid. Lisaks poliitiline kliima kriisiriigis ja finantsinstitutsioonide reguleeritus, iseseisvus ja läbipaistvus. Viimasena võetakse kokku peamised majanduskriiside põhjused ja tuuakse välja riikide käitumised kriiside vältel. Üldiselt kõike viit kriisi iseloomustab kriisile eelneval perioodil raha hulga kasv kas siis riigi väliste või sisemiste tegurite tõttu ja raha kasvust tingitud spekulatsioonid kinnisvara ja väärtipaberiturul. Kriisiperioodil kõikide kriiside puhul raha hulk turul reeglina väheneb. Arenguriikides Tais ja Mehhikos toimub raha hulga vähenemine peamiselt välisinvestorite lahkumise tõttu. Ameerika Ühendriikide puhul on suur osatähtsus lisaks välisinvestoritel ka omavahenditel. Investorite jaoks on ühel tähtsamal kohal usalduse küsimus, mis on ka väga paljus seotud riigi suuruse, majandusliku võimekuse, ajaloo, traditsioonide, poliitilise ja majandusliku stabiilsuse ja paljude muude näitajatega. Kui Ameerika Ühendriikide kriiside puhul investorid küll lahkusid aga mitte nii massiliselt turult, siis arenevate riikide puhul pidid Tai ja Mehhiko tõstma intressimäärasid, et keelitada investoreid riiki investeerima. Ühendriigid seevastu hoopis langetavad oma intressimäära, et sisetarbimist elavdada. Samuti on kriisis käitumisel erinevused arenevatel ja arenenud riikidel fiskaalkulutuste piiramise näol. Mehhiko ja Tai küll peamiselt IMF survele vähendasid fiskaalkulutusi kuni 20%. Samas Ameerika Ühendriigid ei ole suutnud seda kummagi kriisi puhul teha – pigem vastupidi.

Sellest võib järeldada, et turud ehk siis investorite käitumised on sõltuvad paljudest erinevatest asjaoludest nagu näiteks riigi ajalooline taust, poliitiline stabiilsus, finantsasutuste läbipaistvus, majanduse suurus ja olulist kuid teisejärgulist rolli mängivad monetaarsed näitajad nagu intressimäär, jooksevkonto defitsiit ja riigi välisvõlg.

Käesoleva töö eesmärk oli selgitada majanduskriiside olemust ja peamisi tekke põhjusi, mis sai täidetud läbi olulisemate majanduskriiside tekkepõhjuste kirjeldav-võrdleva analüüsi. Käesolev töö baseerub suures osas kvalitatiivsel analüüsil, kuid kindlasti oleks

kasulik kvantitatiivsema lähenemise kasutamine antud teema uurimisel tulevikus. Käesoleva töö põhjal võib kokkuvõtteks öelda, et finantsinstitutsioone tuleb reguleerida ja kontrollida nii globaalselt kui ka riiklikul tasandil. Ühtlasi tuleb leida võimalusi suunata finantsasutuste tegevust silmas pidades just pikemat ühiskondlikku kasu. Lisaks finantsinstitutsioonide reguleeritusele on üks stabiilse majanduse nurgakivisid poliitiline stabiilsus, mis annab investoritele kindluse ja loob usalduse. Kõikide kirjeldatud majanduskriisidele eelneb märgatav majanduskasv. Töö autori arvates on üks võimalik majanduskriisidest hoidumine majanduse ülekuumenemisest hoidumine, mida on kindlasti poliitiliselt raske teostada.

## KASUTATUD KIRJANDUS

1. Assessing the Determinants and Prospects for the Pace of Market Access by Countries Emerging from Crises – Country Cases, IMF, 13.09.2001, 77 lk
2. **Barbera, J. R.** The Cost of Capitalism. New York: The McGraw-Hill Companies, 2009, 246 lk
3. **Berend, Ivan T.** An Economic History of Twentieth- Century Europe. Cambridge University Press, 2006, 356 lk.
4. **Berg Andrew**, The Asia Crisis: Policy Responses, and Outcomes, IMF working paper, WP/99/183, Oktoober, 1999. 62 lk.
5. **Bernanke, Ben S.** Money, Gold, and the Great Depression 02.03.2004  
[<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/200403022/default.htm>] 17.01.2011
6. **Besomi, Daniele.** Clément Juglar and the Transition from crises theory to business cycle theory, Paris, 02.12.2005  
[[http://www.unil.ch/webdav/site/cwp/users/neyguesi/public/D.\\_Besomi\\_](http://www.unil.ch/webdav/site/cwp/users/neyguesi/public/D._Besomi_)]. 12.02.2012
7. **Brunnermeier , Markus K..** Bubbles, New Palgrave Dictionary of Economics, Second Edition, 2008 [<http://scholar.princeton.edu/markus/publications/new-palgrave-dictionary-economics>] 04.03.2012
8. **Chiodo, Abbigail J. ; Owyang, Michael T.** A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998. November/December 2002,  
[<http://research.stlouisfed.org/publications/review/02/11/ChiodoOwyang.pdf>] 04.03.2012

9. **Diamond W., Douglas,** Banks and Liquidity Creation: A Simple exposition of the Diamond-Dybvig Model, Vol 93, No 2 (Spring 2007) lk 189-200  
[[http://www.richmondfed.org/publications/research/economic\\_quarterly/2007/spring/diamond.cfm](http://www.richmondfed.org/publications/research/economic_quarterly/2007/spring/diamond.cfm)]
10. **Diamond. D; Dybvig,** Bank runs, deposit insurance and liquidity, Federal Reserve Bank Quarterly Review 24 (1), 2000. lk 14-23
11. **Eamets, Raul; Kaasa, Anneli; Kaldaru, Helje; Parts, Eve; Trasberg, Viktor.** Sissejuhatus majandusteooriasse. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus, 2005, 341 lk.
12. Economic Growth and planning.- The New Encyclopedia Britannica, Volume 17. Chairman, Board of Directors, Robert P. Gwinn. USA: By Encyclopedia Britannica Inc. 1991. 876 – 891 lk.
13. **Edwards, Sebastian.** Crisis and Reform in Latin America From Despair to Hope. World Bank, 1995, 364 lk
14. **Farrell, Diana.** New thinking for a New Financial order. Harvard Business Review, 1 september 2008. [<http://hbr.org/2008/09/new-thinking-for-a-new-financial-order/ar/1>]
15. **French, Doug,** The Dutch Monetary Environment During Tulipmania. The Quarterly Journal of Austrian Economics Vol. 9, No 1 (Spring 2006): 3-14  
[[http://mises.org/journals/qjae/pdf/qjae9\\_1\\_1.pdf](http://mises.org/journals/qjae/pdf/qjae9_1_1.pdf)] 09.01.2011
16. **Friedman, Milton.** Kapitalism ja vabadus. Tallinn: Eesti Avatud Ühiskonna Instituut, 1994, 239 lk.
17. **Friedman, Milton; Friedman, Rose.** Valikuvabadus. Tallinn: Kirjastus "Olion", 1992, 279 lk.
18. **Froyen, T. R.** Macroeconomics theories and policies. New Jersey: Pearson Education Inc, 2002, 523 lk



19. **Garber, Peter M.** Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias. Cambridge Massachusetts: The MIT Press, 2000, 160 lk.
20. **Goodman S. Peter.** Taking Hard New Look at a Greenspan Legacy. The New York Times, 9. oktoober 2008 lk 1-8
21. **Haralambie, George.** The Gglobal Crisis and Cyclical Theory. Theoretical and Alppiled Economics. Volume XVIII (2011), No. 11(564), pp. 79-88
22. **Hufbauer, C. Gary; Schott, J. Jeffery.** NAFTA Revisited: Achievements and Challanges. Washington: Institute for International Economics, 2005, 544 lk
23. **Jarvis, Jonathan.** Crisis of Credit Visualized [<http://jonathanjarvis.com/crisis-of-credit>]. 08.10.2010
24. **Juglar, Clement .** A Brief History of Panics and Their Periodical Occurence in the United States, October 10, 1915  
[<http://www.gutenberg.org/cache/epub/7361/pg7361.html>]. 29.01.2012
25. **Kemme, M David; Roy, Saktinil.** Did the Recent Housing Boom Signal the Global Financial Crisis? Southern Economic Jornual 2012, 78 (3), lk 999-1018.
26. **Keynes, J. M.** The general theory of employment, interest and money. New York: Prometheus Books, 1997, 403 lk
27. **Kindleberger, Carles P.** Manias, Panics, and Crashes History of Financial Crises. John Wiley & Sons INC, 1996, 263 lk.
28. **Korotajev, Andrei V; Tsirel, Sergei V.** System Analysis and Mathematical Modeling of the World Dynamics: Kondratieff Waewes, Kuznets Swings, Juglar and Kitchin Cycles in Global Economic developement, and the 2008-2009 Economic Crisis. 2010. [<http://www.escholarship.org/uc/item/9jv108xp>]  
12.02.2012
29. **Kroft, Steve.** Credit Default Swap, CBS News, 27.11.2008  
[<http://www.cbsnews.com/video/watch/?id=4546583n>] 17.01.2011

30. **Krugman, Paul.** The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008. W.W. Norton & Company, 2009, 191 lk.
31. **Laeven, Luc; Valencia, Fabian.** Systemic Banking Crises: A New Database, IMF working paper, 2008, 80 lk
32. **Lepik, K.** Tallinna börs II – Kuidas tekib börsimull?  
[<http://www.tarkinvestor.ee/artiklid.php?idee=20>]. 09.01.2011
33. Majandus, majanduslik printsiip, majanduslik sund, majanduslik tsivilisatsioon, majanduslik vabadus. – Väike Entsüklopeedia. Peatoimetaja Rein Aro. Tallinn: Eesti Entsüklopeediakirjastus, 2001, lk 725 – 726.
34. Majanduskriis. - Eesti Entsüklopeedia, 6. osa. Peatoimetaja Ü. Kaevats, 1992. aastal, 123 lk
35. **Marx, K.** Kapital. Tallinn: Eesti Riiklik Kirjastus, 1962, 839 lk
36. **Morrissey, Janet.** Credit Default Swaps: The Next Crisis?, Time Bussiness & Tech, 17.03.2008  
[<http://www.time.com/time/business/article/0,8599,1723152,00.html>]  
29.01.2011
37. **Oliver, J. Michael; Aldcroft, H. Derec.** Economic Disasters of the Twentieth Century, Edward Elgar Publishing Inc, 2007, 120 lk
38. Raha. – Majandusleksikon. Toimetaja Ü. Mallene. Tallinn: Eesti Entsüklopeediakirjastuse AS, 2003, lk. 155
39. **Raig, Ivar.** Ivar Raig: globaalne finantskriis ja Eesti, Postimees  
[<http://www.postimees.ee/?id=50045>]. 08.10.2010
40. **Singh, Andy.** Leverage 101: The real cause of the Financial Crisis. Seeking Alpha 2008, [<http://seekingalpha.com/article/97299-leverage-101-the-real-cause-of-the-financial-crisis>] 11.03.2012.
41. **Soros, George.** Globaalse kapitalismi kriis. Tallinn: VB, 1999, 332 lk.

42. Statistical studies of cycles.- The New Encyclopedia Britannica, Volume 17.  
Chairman, Board of Directors, Robert P. Gwinn. USA: By Encyclopedia  
Britannica Inc. 1991. 940 – 945 lk
43. **Stiglitz, E Joseph.** Vaba langemine. Kirjastus „Tänapäev“, 2011, 326 lk.
44. **Tanning, Lembo; Tanning, Toivo.** Rahvusvaheline majandus II osa. Tallinn:  
Infotrükk, 2009b, 244 lk.
45. The Tulip Mania. [[http://en.wikisource.org/wiki/The\\_Tulip\\_Mania](http://en.wikisource.org/wiki/The_Tulip_Mania)]. 09.01.2011.
46. Use of the Exchange Stabilization Fund to Provide Loans and Credits to Mexico,  
[<http://www.justice.gov/olc/esf2.htm>] 29.12.2010
47. **Whitt, A.** Joseph. The Mexican Peso Crisis. Federal Reserve Bank of Atlanta,  
20 lk [[http://www.frbatlanta.org/filelegacydocs/J\\_whi811.pdf](http://www.frbatlanta.org/filelegacydocs/J_whi811.pdf)] 07.04.2012.

## LISAD

**Lisa 1.** Vermitud mündid Lõuna Hollandis (aastatel 1598-1789), kuldenites

| Aastad  | Kuld    | Hõbe     | Vask  | Kokku    |
|---------|---------|----------|-------|----------|
| 1628-29 | 153010  | 2643732  | 4109  | 2800851  |
| 1630-32 | 364414  | 8838411  | 6679  | 9209504  |
| 1633-35 | 476996  | 16554079 |       | 17031075 |
| 1636-38 | 2917826 | 20172257 |       | 23090083 |
| 1639-41 | 2950150 | 8102988  |       | 11053138 |
| 1642-44 | 2763979 | 1215645  | 47837 | 4027461  |

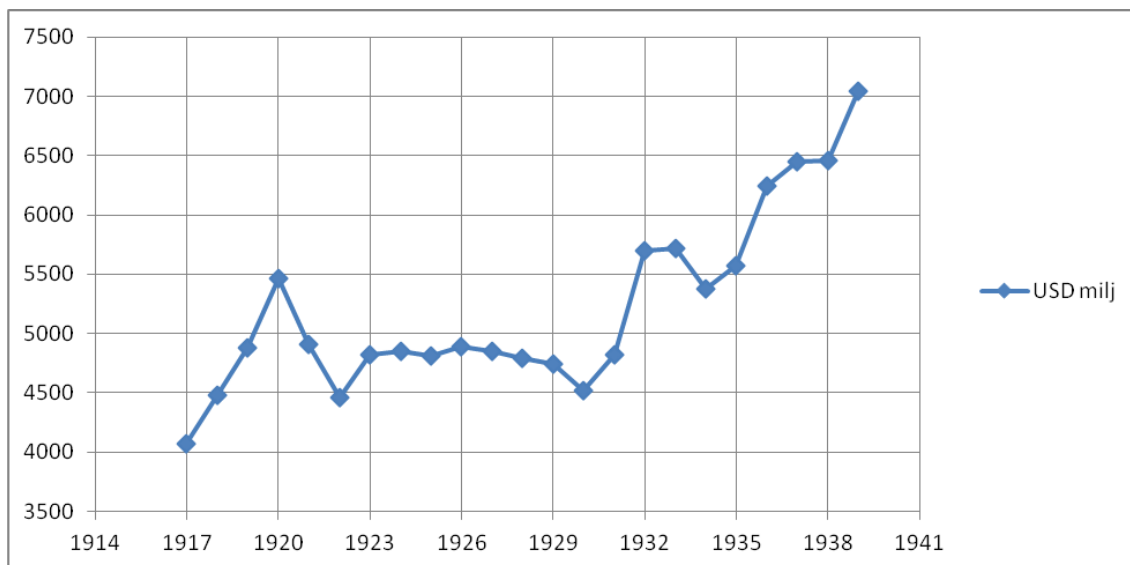
Allikas: Jan A Van Houtte, Leon Van Buyten. 1977: lk 100

**Lisa 2.** Amsterdami Panga varad (aastad 1630 – 1641), floriinides

| Aastad 31. jaanuari seisuga | Sularaha | Metallid |
|-----------------------------|----------|----------|
| 1630                        | 4166159  | 3105449  |
| 1631                        | 3784047  | 2976742  |
| 1632                        | 3636079  | 3281113  |
| 1633                        | 4272224  | 3866890  |
| 1634                        | 3995666  | 3474527  |
| 1635                        | 3860342  | 3416112  |
| 1636                        | 3992338  | 3486306  |
| 1637                        | 5680522  | 5315576  |
| 1638                        | 5593750  | 5256606  |
| 1639                        | 5802729  | 5446002  |
| 1640                        | 8075358  | 7823964  |
| 1641                        | 8056232  | 8356437  |

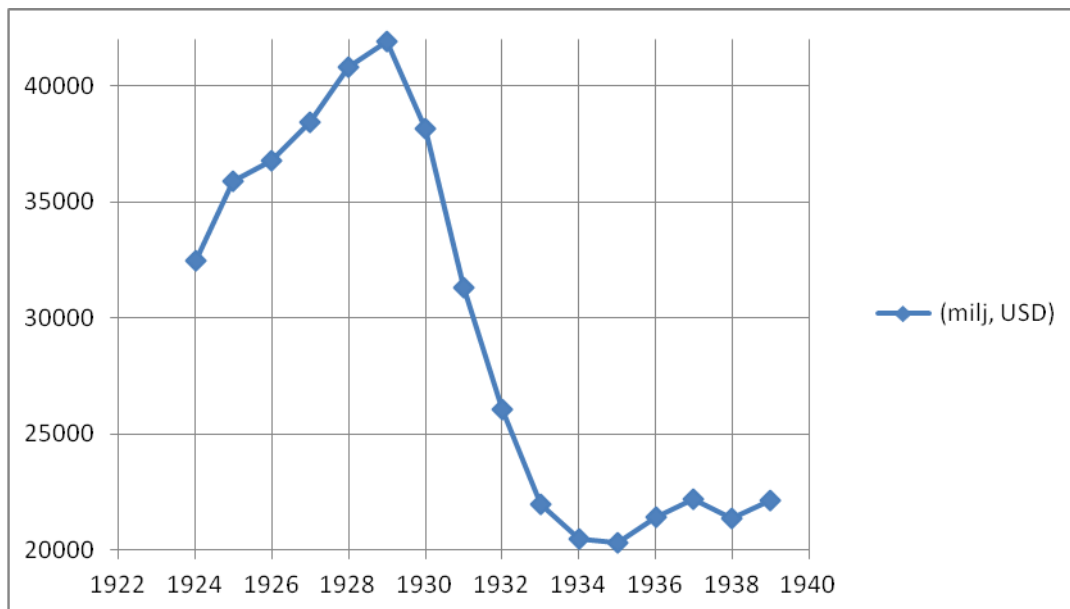
Allikas: Van Dillen. 1964: lk. 117

**Lisa 3.** Ameerika Ühendriikides käibel olev raha hulk aastatel 1917 – 1939, milj USD



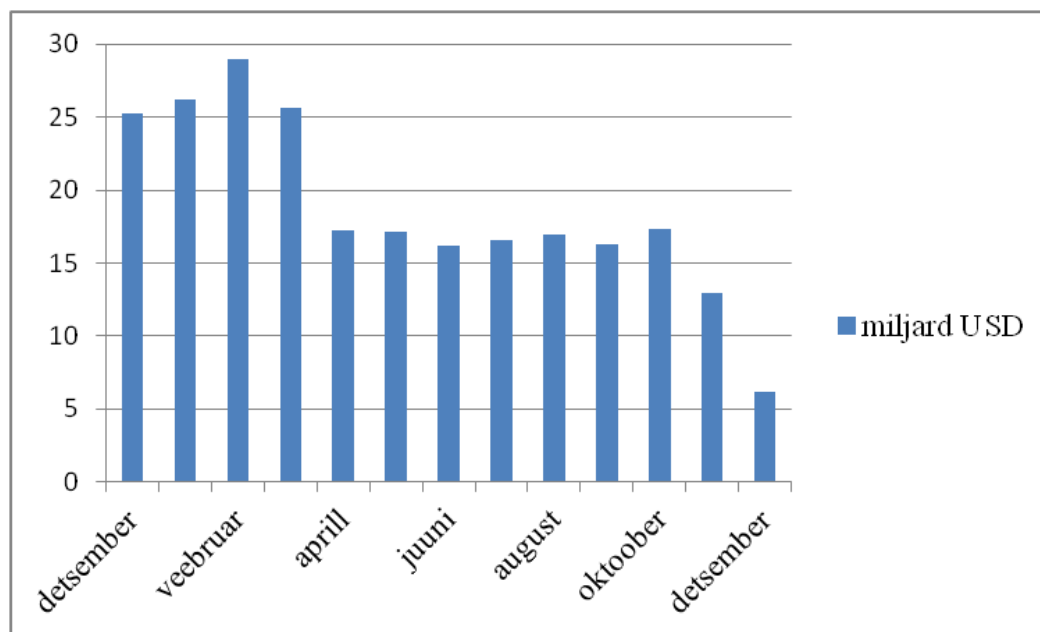
Allikas: U.S. Census Bureau [<http://www.census.gov/prod/www/abs/statab1901-1950.htm>]

**Lisa 4.** Ameerika Ühendriikides väljastatud laenud aastatel 1917 – 1939, milj USD



Allikas: U.S. Census Bureau [<http://www.census.gov/prod/www/abs/statab1901-1950.htm>]

**Lisa 5.** Mehhiko välisreservid ajavahemikus detsember 1993 – detsember 1994



Allikas: Whitt 2012: 3 (*International Monetary Fund, International Financial Statistics*)

## **SUMMARY**

### **DESCRIPTIVE–COMPARATIVE ANALYSIS OF FIVE ECONOMIC CRISIS**

Andres Taim

Cycles and waves (sound waves, light waves, ocean waves) have existed on Earth from the very beginning and most probably will exist to the end of all times according to the physics laws. Economic cycles have been dictated by weather conditions and catastrophic events until the industrial revolution on 18.th century. After the industrial revolution economical cycles has been mainly caused by humans and by his collective body.

Scientists in field of economy have been searching for the reasons of economic cycles and crisis, which is usually period of fall in the whole cycle. Especially today, when World economy is in crisis, the search for the factors resulting economic crisis is very actual. Globalization with fast development of computer networks and information technology has created whole new borderless platform for financial markets. Many prominent economists including George Soros (Soros, 1999 p 39) has opinion, that insufficient regulation of globalized financial market is the main reason for the ongoing economic crisis.

Aim of current work is to open nature of the economic crisis and identify the main reasons the economic crisis emerge. For that in first half of first part of the work there is described main elements of the crisis. These elements are nature of economic decline, banking crisis with bank runs, when large number of depositors want to withdraw their deposits in short period of time and banks due to their way of doing business are not

able to satisfy customer needs. Also description of economic bubbles like financial market bubble or housing bubble, when prices of the equities or assets have risen unreasonable high. Description of economic bubble crashes, currency crisis, future market, financial leverage and asset-liability mismatch, when there is difference in length of bank assets and loans. In the first half of the first part is also described main theories of economic crises and studies of economic cycles.

In second half of first part of the work is described determinants favoring economic crisis. Such described determinants are next. Reflexivity, when investors decisions affect actual way the market is going. Leverage, which gives opportunity for investors to earn more money, but also gives greater risk to fail with smaller economic declines. Asset-liability mismatch is problem for banks to satisfy bigger number of customer urgent need to withdraw great amount of money in short time. Futures, which are playing great role especially in 2007 economic crisis. Financial deepening is when financial assets rise faster, than actual general domestic product. On opinion of the work author the financial deepening adds instability to the world economic since big surplus of money is the reason for possible speculations. Lack of trust between financial institutions creates credit crunch during the financial crisis.

In first half of second part of the work is described five known economic crisis through history. First of them is Dutch tulip mania between years 1593-1637, when investors all over Holland started to speculate with exotic tulip bulbs. Market for the bulbs crashed on 1637 when bulb price has gone down about 100 times of the initial price. The main reason for the crisis is increasing amount of money in financial market and great number of investors. Trigger for collapse would be market saturation – there were no more buyers with high price.

Second crisis described was Great Depression in United States starting from 1929. Prior of the crisis is identified increase of cash inflow into the country and decrease of money outflow, which did put in bad situation US trade partners. Also overproduction of agricultural commodities took place. Milton Friedman is proposing the main reason behind the crisis unwillingness of US Federal Reserve to support banks with liquid assets and also Federal Reserve not putting more money into financial system, when



there was an urgent need. Next problem was US dollar pegged with gold standard, which would not allow central bank to put money into system.

Third crisis described was Mexican peso crisis starting from 1994. Mexico had through the crisis high public debt, but after restructuring the debt and also opening borders to US trade, the investors started to invest considerable sums into the region. Mexican banking system was corrupted and political situation was unstable. Mexican peso was fixed with USD and it was overvalued. Overvalued peso was reason for current account deficit, investment inflow and low economical growth. Finally Mexico run out of foreign currency reserves and was not able to keep fixed rate. First Mexico tried to devaluate the peso, but without success. After peso was free it lost half of its value. US government, IMF and Bank of International Settlements take swift action guaranteeing Mexico loans in overall value of 50 billion USD. Due to in time counteractions by foreign institutions Mexico recovered from the crisis relatively fast.

Fourth crisis described was Thailand crisis in 1997. Until 1990 investors interest toward Asian countries was relatively low. During these years Japan started to build factories in Thailand and other neighbor countries. Also interest rate was low in developed countries and investors were looking for new investment opportunities. Asia countries among them also Thailand seemed to have good perspective with already relatively high economic growth. After year 1990 investors showed great interest toward Asian countries and invested in 1997 256 billions of USD in Asia. Because of the high foreign currency inflow and fixed exchange rate between Thailand currency baht and USD the amount of money increased in Thailand rapidly. Big amount of money and weak financial system created speculations in real estate and stock market. Because Thailand Baht was with fixed exchange rate and Japan and China devaluated their currency, the export weakened and economy slowed down. Decrease of export and increase of bad loans made investors cautious and they started to pull off their investments. Since Thailand central bank did not have enough foreign currency reserves they were not able to keep the fixed exchange rate of baht. After freeing baht it lost half of its value. Main reasons of the crisis are big money inflow before the crisis, weak financial system and too high fixed rate of domestic currency.

Fifth described economic crisis started in 2007 in United States which spread from there all over the world. Also in this case prior to the crisis United States had high increase of foreign investment inflow from China and Middle -East. Also US Federal bank interest rate was very low making it easy get money for speculations. Since there had been in year 2000 stock market crash the investors found the safest and most profitable investment in real estate. The result was high increase of real estate prices. Also started to grow credit default swap (CDS) market initially meant to protect investors but later used as tool for legal gambling. In addition grew shadow banking as Paul Krugman names the new unregulated financial tools like auction rate security. As the housing bubble started to crash it influenced also CDS market and shadow banking, which both were not regulated and protected by US Federal Reserve.

In conclusion all of the analyzed crises had increase of financial capital inflow prior to the crisis, which lead to speculations in stock and housing markets. In case of Tulip mania, Great Depression, Mexican crisis and Thailand crisis the domestic currencies were fixed in some way, which did not allow central banks to use all monetary actions to protect the domestic currency and economy from speculative attacks. At the end of the crisis all those countries let the currencies free and it destabilized the economy in short run but stabilized it in longer perspective. In addition Thailand had weak financial system, Mexico had unstable political situation and today United States had CDS and shadow banking, which were not regulated. In those cases weak regulation of financial institutions and financial instruments played important role in emergence of the crisis. When countries with weaker economy like Thailand and Mexico had to tighten their fiscal policy and raise their interest rate and taxes to keep investors and maintain their trust, then US in opposite have in both cases started to take bigger loans to increase public spending and through that raise the economy and also US have lowered the interest rate to the lowest possible level. It shows that different countries can act differently in case of crisis and it depends on country's economical, cultural and historical background.